

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LES LIENS ENTRE LES CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL
D'ADMINISTRATION ET DE SES COMITÉS ET LE COÛT DU CAPITAL DES
ENTREPRISES CANADIENNES

THÈSE
PRÉSENTÉE
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DU DOCTORAT EN ADMINISTRATION

PAR

HANEN KHEMAKHEM

JUIN 2011

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude envers M. Ahmed Naciri, mon directeur de thèse pour ses commentaires et ses conseils sans lesquels ce travail n'aurait pas pu voir le jour.

Je remercie tout particulièrement M. Guy Cucumel et M. Claude Laurin, membres du comité, pour leur disponibilité, leur appui et leur accompagnement à travers les différentes étapes de l'élaboration de cette thèse. J'aimerais aussi remercier M. Maurice Gosselin pour l'intérêt et le temps qu'il a accordé à cette thèse.

Je tiens également à remercier M. Bertrand Fournier, Mme Ouafa Sakka, Mme Marie-Hélène Trépanier et Mme Carmen Gagné pour leur soutien fort précieux.

Mes remerciements sont aussi adressés à la Mission Universitaire de Tunisie à Montréal, à l'Institut des Vérificateurs Internes de Montréal ainsi qu'à l'Université du Québec en Outaouais et à l'ESG-UQAM pour leur support financier.

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS	i
LISTE DES FIGURES.....	iv
LISTE DES TABLEAUX.....	v
RÉSUMÉ	ix
ABSTRACT.....	x
INTRODUCTION	1
CHAPITRE I CADRE THÉORIQUE DE LA RECHERCHE	7
1.1 Introduction : le problème d'agence et la gouvernance des entreprises.....	7
1.2 Le marché financier et le conseil d'administration; mécanismes disciplinaires des dirigeants.....	12
1.2.1 Rôle du marché financier comme mécanisme de contrôle externe	12
1.2.2 Le rôle de protection des droits des actionnaires assuré par le conseil d'administration.....	13
1.3 Conclusion	16
CHAPITRE II REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES	18
2.1 Introduction : problématique dans le contexte canadien et questions de recherche.....	18
2.2 Revue de la littérature	24
2.2.1 Lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière de l'entreprise :	25
2.2.2 Le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et les risques de l'entreprise.....	28
2.2.3. Le coût du capital et le changement de la réglementation.....	31
2.3 Hypothèses de la recherche.....	34
2.4 Conclusion	41

CHAPITRE III MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE	44
3.1 Introduction.....	44
3.2 Échantillon	45
3.3 Modèles de recherche	45
3.4 Mesure des variables.....	48
3.4.1 Mesure du coût du capital	48
3.4.2. Mesure des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités	50
3.4.3 Mesure des variables explicatives :	56
3.5 Collecte de données	58
3.6 Disponibilité et sources des données	59
3.7 Conclusion	60
CHAPITRE IV RÉSULTATS	64
4.1 Introduction.....	64
4.2 Échantillon	64
4.2.1 Procédure de sélection	64
4.2.2 Élimination des observations aberrantes	68
4.2.3 Caractéristiques de l'échantillon	69
4.3 Résultats de la recherche.....	71
4.3.1 Statistiques descriptives.....	71
4.3.2 Impact du changement de la réglementation canadienne sur les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités.....	77
4.3.3 Impact de la cotation sur le marché américain sur les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités.....	81
4.3.4 Analyses multi-variées	84
4.4 Analyse de sensibilité	102
4.5 Conclusion	107

CONCLUSION	108
APPENDICE A ANALYSE COMPARATIVE DES INDICES DE MESURES DANS LA LITTÉRATURE AVEC L'INDICE UTILISÉ.....	111
APPENDICE B QUESTIONNAIRE POUR LA CONSULTATION DES EXPERTS EN FINANCE QUANT À L'ÉLABORATION DE L'INDICE DE MESURE DES CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL ET DE SES COMITÉS.....	114
APPENDICE C GRILLE DE MESURE PONDÉRÉE DES CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE SES COMITÉS SUITE À LA CONSULTATION DES EXPERTS	120
APPENDICE D TEST D'HAUSMAN POUR L'ENSEMBLE DES VARIABLES RELATIVES AUX CONSEILS D'ADMINISTRATION ET SES COMITÉS	123
APPENDICE E REPRÉSENTATIVITÉ DE L'ÉCHANTILLON FINAL	150

LISTE DES FIGURES

Figure	Page
2.1 Évolution de la réglementation touchant la gouvernance des entreprises canadiennes de 2002-2005.....	19
4.1 Test de boîtes à moustaches; projection graphique de la variable du coût du capital	68

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
2.1 Réglementation relative aux mécanismes internes de gouvernance des entreprises canadiennes durant la période d'étude	20
2.2 Similitudes et différences des réglementations canadiennes et américaines au niveau des caractéristiques du conseil et du comité de vérification.....	41
3.1 Définition, mesures et liens attendus entre les variables	62
4.1 Détails de la sélection de l'échantillon final pour l'année 2004	66
4.2 Détails de la sélection de l'échantillon final pour l'année 2005	66
4.3 Détails de la sélection de l'échantillon final pour l'année 2006	67
4.4 Distribution des observations aberrantes suivant l'année de collecte de données.....	69
4.5 Ventilation de l'échantillon final selon le secteur d'activité.....	69
4.6 Répartition de l'échantillon selon la cotation ou non sur le marché américain	70
4.7 Fréquence de la non-dualité du président du conseil pour le total de l'échantillon	70
4.8 Fréquence de l'indépendance du président du conseil pour le total de l'échantillon.....	71
4.9 Répartition de l'échantillon selon la taille du comité de vérification	71
4.10 Statistiques descriptives des différents scores élaborés	73
4.11 Statistiques descriptives des différentes variables explicatives	73
4.12 Matrice des corrélations de Pearson	75
4.13 Test de Student : Comparaison de la moyenne des caractéristiques du conseil et de ses comités avant et après le changement de la loi.	78
4.14 Test de Student : Comparaison de la moyenne des caractéristiques du conseil des entreprises cotées sur le marché américain avant et après le changement de la réglementation.....	80
4.15 Comparaison de la moyenne des caractéristiques du conseil d'administration des entreprises cotées et celles non-cotées sur le marché américain	82
4.16 Comparaison de la moyenne des caractéristiques du comité de vérification des entreprises cotées et celles non-cotées sur le marché américain	83
4.17 Comparaison de la moyenne des caractéristiques de l'ensemble du conseil et de ses comités des entreprises cotées et celles non-cotées sur le marché américain	84

4.18 Résultats relatifs aux caractéristiques du comité de vérification avec moindre carrée ordinaire (MCO)	86
4.19 Résultats relatifs au lien entre le coût du capital et les caractéristiques du conseil d'administration avec MCO	90
4.20 Résultat du double moindre carré (2SLS) pour le lien entre le coût du capital et la taille du conseil d'administration.....	91
4.21 Résultats relatifs au lien entre le coût du capital et les différents scores du conseil élaborés avec MCO	94
4.22 Résultats relatifs au lien entre le coût du capital et les différents scores élaborés avec MCO (suite)	95
4.23 Impact du changement de la réglementation relative au conseil d'administration au Canada sur le coût du capital	96
4.24 Résultats relatifs à la variation du lien entre le coût du capital et les variables d'intérêt suite au changement de la réglementation.....	98
4.25 Impact de la cotation sur le marché américain sur le lien entre le coût du capital et la non-dualité du président.....	100
4.26 Résultats pour la non-variation du lien entre le coût du capital les caractéristiques du comité de vérification.....	101
4.27 Analyse de sensibilité à travers la période de collecte de données	102
4.28 Résultats avec changement de la mesure de la taille de l'entreprise (Log des actifs) ...	103
4.29 Résultats suite à l'introduction de la variable Audit.....	104
4.30 Résultats suite à l'introduction de la variable Québec	105
A.1 Analyse comparative des indices de mesures, ayant une ou plusieurs sections relatives au conseil d'administration, les plus utilisés dans la littérature avec l'indice utilisé dans la présente étude.....	112
B.1 Indice de mesure des pratiques de gouvernance relatives au conseil d'administration et de ses comités selon la réglementation canadienne	116
D.1 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « taille du comité de vérification »	125
D.2 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « taille du comité de vérification »	125
D.3 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du comité de vérification non pondéré ».....	126
D.4 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du comité de vérification non pondéré ».....	127
D.5 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du comité de vérification pondéré »...	128
D.6 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du comité de vérification pondéré »...	129

D.7 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « présence d'un expert financier sur le comité de vérification ».....	130
D.8 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « présence d'un expert sur le comité de vérification »	131
D.9 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « taille du conseil d'administration »	132
D.10 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « taille du conseil d'administration »	133
D.11 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « indépendance du conseil ».....	134
D.12 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « indépendance du conseil ».....	134
D.13 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « indépendance du président du conseil ».....	135
D.14 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « indépendance du président du conseil ».....	136
D.15 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « Non-dualité du président du conseil » ..	137
D.16 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « Non-dualité du président du conseil » ..	137
D.17 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil non pondéré ».....	138
D.18 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil non pondéré ».....	139
D.19 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil pondéré ».....	140
D.20 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil pondéré ».....	140
D.21 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil épuré ».....	141
D.22 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil épuré ».....	142
D.23 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score total non pondéré ».....	143
D.24 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score total non pondéré ».....	143
D.25 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score total pondéré ».....	144
D.26 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score total pondéré ».....	145
D.27 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score volontaire pondéré ».....	146
D.29 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score pondéré des comités »	148
D.30 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score pondéré des comités »	148
E.1 Test T pour le ratio dette à long terme de l'échantillon.....	151
E.2 Test T pour le rendement de l'échantillon mesuré par ROA.....	152
E.3 Test T pour Bêta de l'échantillon final comparé à l'ensemble des entreprises du TSX.	152
E.4 Test T pour la taille pour l'ensemble de l'échantillon :.....	153
E.5 Comparaison des fréquences théoriques et observées de l'échantillon	154
E.6 Test de Khi-deux pour le secteur d'activité de l'ensemble de l'échantillon.....	154

E.7 Test T pour Bêta de l'échantillon en 2006	156
E.8 Test T pour ROA de l'échantillon de 2006	156
E.9 Test T au niveau de la taille de l'échantillon de 2006	157
E.10 Test T pour l'endettement des entreprises de l'échantillon de 2006	157
E.11 Fréquences théoriques et observées au niveau des secteurs d'activités	158
E.12 Test de Khi-deux pour les secteurs de l'échantillon de 2006	158

RÉSUMÉ

L'objectif de la présente recherche est de montrer les liens, jusque-là peu explorés dans la littérature, entre les caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital. Le contexte canadien, caractérisé par un changement majeur de la réglementation relative à la gouvernance en général et au conseil d'administration et ses comités en particulier, offre une importante opportunité pour examiner de tels liens.

À partir d'un échantillon du TSX-S&P 300, nos analyses montrent, d'une part, qu'il existe des différences au niveau des caractéristiques du conseil d'administration et ses comités avant et après le changement de la réglementation canadienne relative à la gouvernance entrée en application en 2005. D'autre part, le coût du capital des entreprises de l'échantillon ne varie pas suite au renforcement de la réglementation relative au conseil d'administration et ses comités.

Utilisant un indice de mesure, nos résultats révèlent que l'ensemble des caractéristiques du comité de vérification, comme la présence d'un expert, une taille minimale de trois membres, l'indépendance et l'existence d'une charte écrite, affecte négativement le coût du capital. Cependant, la taille du comité de vérification ainsi que la non-dualité du président du conseil affectent positivement le coût du capital des entreprises de l'échantillon.

Les entreprises canadiennes cotées sur le marché américain sont soumises à une double réglementation de leur gouvernance ayant deux approches différentes; la première est la réglementation canadienne dont la majeure partie est d'application facultative et la deuxième est la réglementation américaine dont l'application est obligatoire. Les résultats obtenus confirment le fait que la cotation sur le marché américain affecte les caractéristiques du conseil et de ses comités ainsi que le lien entre la non-dualité et le coût du capital.

Comme attendu, la cotation sur le marché américain, où l'approche de réglementation quant au comité de vérification est la même que sur le marché canadien, n'affecte pas le lien entre le coût du capital et les caractéristiques de ce comité.

Nos résultats suggèrent que les caractéristiques du conseil d'administration et spécialement du comité d'audit sont des déterminants importants du coût du capital.

Mots clés : gouvernance, conseil d'administration, comité d'audit, coût du capital, marché financier canadien.

ABSTRACT

In this study we examine the relation between board characteristics and cost of equity capital, which have received a limited attention in the literature. The Canadian context offers a particular opportunity to study this relationship because of the major governance regulatory changes that have taken place in the country recently.

Using a sample of TSX-S&P 300, firms, we find that, overall board and committees characteristics do change following Canadian corporate governance regulatory transformations in 2005. However, cost of equity capital doesn't vary due to the regulation enforcement.

With an index of board and committees' characteristics, our analysis shows that overall audit committee characteristics measures, including size, independence, writing mandate and financial expertise on this committee, are negatively related to the cost of equity capital. However, the size of the audit committee and the non-duality of the president of the board are positively related to the cost of equity capital.

Canadian firms traded on the American stock market are likely to apply double governance regulation. First, they should respect the Canadian regulation, which is mostly voluntary and then, the American regulation, which is mandatory. Our results confirm that being listed on the American stock market is associated with changes in the overall board characteristics and also influences the relationship between board characteristics, especially non-duality of the president of the board and cost of equity capital.

As expected, the fact of being listed in the US market doesn't affect the relation between audit committee features and the cost of equity capital. This result arises because audit committee regulatory approach is similar and mandatory in both Canadian and American capital markets.

Overall, these results provide evidence that board and committees characteristics and especially audit committee characteristics are important elements affecting the cost of equity capital.

Keywords: Board of directors, audit committee, cost of equity capital, corporate governance, financial Canadian market.

INTRODUCTION

La gouvernance revêt de plus en plus d'importance dans plusieurs pays suite aux différents scandales financiers qui ont ébranlé les marchés financiers et engendré d'importantes pertes pour les investisseurs. Ces scandales ont révélé certaines défaillances dans le système de gouvernance qui assurent le contrôle des dirigeants (Capron, 2003).

La réponse des organismes de réglementation à ces scandales telle que la loi Sarbanes-Oxley aux États Unis ou encore l'adoption des principes de meilleures pratiques de gouvernance au Canada, au Royaume-Uni et en Australie avait pour objectif d'améliorer les pratiques de gouvernance et de restaurer la confiance des investisseurs sur le marché financier.

La réglementation canadienne¹, introduite entre 2004 et 2005, a surtout mis l'accent sur l'amélioration des structures internes de gouvernance et notamment le conseil d'administration et ses comités. L'instruction générale 58-201 relative aux pratiques exemplaires de gouvernance, vise la réalisation « *d'un équilibre entre les objectifs d'assurer la protection des investisseurs, de favoriser des marchés financiers équitables et efficaces et de soutenir la confiance dans les marchés financiers* »².

Cette intervention suppose implicitement que le marché financier réagit favorablement à l'amélioration des mécanismes internes de gouvernance, d'où notre questionnement sur la nature de cette relation présumée entre l'amélioration des pratiques internes de gouvernance et la réaction favorable du marché financier.

¹ Autorité des marchés financiers et Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ; Règlements : 52-108; 52-109 (+ instruction générale); Instruction générale 58-201; Règlement 52-110 relatif au comité de vérification.

² Instruction générale 58-201, partie 1, paragraphe 1.1.

Selon plusieurs auteurs, les différents mécanismes de gouvernance sont mis en place dans le but de maximiser la valeur de la firme (Agrawal et Knoeber, 1996) et d'assurer aux fournisseurs de capitaux le rendement de leur investissement (Shleifer et Vishny, 1997). L'objectif derrière la mise en place des mécanismes de gouvernance est donc la création et la préservation des richesses des actionnaires. L'un des moyens de créer la richesse pour les actionnaires est d'obtenir les capitaux à un moindre coût (Naciri, 2006) et de minimiser le taux de rendement requis par les investisseurs ou le coût du capital. Celui-ci, selon Botosan et Plumlee (2005), est le taux d'actualisation que le marché applique aux flux monétaires futurs attendus de l'entreprise pour arriver au cours actuel de l'action. Plus ce taux est faible plus la valeur de l'action est élevée. Le coût du capital d'une entreprise est aussi fonction de son risque (Botosan et Plumlee 2005; McInnis, 2010).

L'amélioration des mécanismes de surveillance internes a pour objectif de garantir les droits des actionnaires et de diminuer leur risque d'être dépossédés de leurs avoirs dans l'entreprise (Finet, 2005). Plus ces mécanismes sont efficaces dans l'atteinte de leur objectif de surveillance et de protection des avoirs des actionnaires, plus le risque des investisseurs d'être dépossédés diminue et plus la prime de risque exigée par ces derniers est à la baisse.

Plusieurs études documentent le lien entre les pratiques internes de gouvernance et notamment les caractéristiques du conseil d'administration, mécanisme de gouvernance interne par excellence (Charreaux, 1997) et la performance financière (Bhagat et Black, 2002; Agrawal et Knober, 1996; Bhagat et Bolton, 2008; Iyengar et Zampelli, 2009) cependant le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital exigé par les investisseurs demeure encore non documenté dans la littérature.

L'objectif de la recherche est d'étudier les liens entre les caractéristiques du conseil d'administration et l'appréciation des investisseurs du coût du capital exigé pour l'entreprise, d'observer si le changement de la réglementation canadienne a affecté ce lien et d'examiner les différences entre les entreprises soumises à la réglementation canadienne et celles soumises en plus à la réglementation américaine.

La réglementation canadienne a surtout mis l'accent sur l'amélioration des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités comme l'indépendance, la présence d'un expert financier ou encore l'existence de chartes écrites³. Cette intervention suppose implicitement que le marché financier réagit favorablement à l'amélioration des caractéristiques du conseil et de ses comités, nous allons donc tester cette relation présumée entre l'amélioration des caractéristiques du conseil et la réaction du marché financier à travers le coût du capital et ce en testant l'hypothèse centrale suivante :

Les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités affectent le coût du capital exigé par les investisseurs sur le marché canadien.

L'échantillon choisi, pour la réalisation de l'étude, est un échantillon aléatoire d'entreprises faisant partie de l'indice S&P/TSX 300. Le contexte canadien offre une opportunité particulière de recherche puisque l'approche de réglementation relative à la gouvernance, est en majeure partie volontaire⁴ et diffère de la réglementation sur le marché américain. Plusieurs entreprises canadiennes, de part leur cotation sur le marché américain sont soumises à la réglementation américaine. Les réglementations canadiennes et américaines, relatives à la gouvernance, sont différentes à plusieurs niveaux notamment la date d'entrée en application, les exigences quant aux pratiques de gouvernance d'autant plus qu'au niveau canadien certains règlements sont soumis au libre choix des entreprises, d'où l'intérêt d'observer l'impact de cette différence au niveau du coût du capital.

Plusieurs événements ont certes occasionné des changements au niveau des pratiques de gouvernance internes des entreprises canadiennes comme les scandales financiers du début des années 2000 et le changement de la réglementation canadienne relative à la gouvernance. Il serait important de savoir à quel moment les entreprises canadiennes ont

³ Voir les instructions générales 58-210 et 52-110.

⁴ Seule l'instruction générale 52-110 relative au comité de vérification est d'application obligatoire aussi bien pour la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario que pour l'Autorité des marchés financiers.

procédé au changement de leur gouvernance et si ces changements sont spontanés (dans une volonté de rassurer les investisseurs) ou contraints par la loi.

La période de l'étude, de 2004 à 2006, permet d'examiner la réaction des entreprises canadiennes face au changement des exigences de leur environnement en matière de gouvernance survenu en 2005. Les résultats montrent, en effet, un changement au niveau des caractéristiques du conseil d'administration qui s'est effectué suite au changement de la réglementation canadienne.

Plusieurs entreprises canadiennes sont soumises à une double réglementation de part leur double cotation sur les marchés canadien et américain. Le contexte de l'étude a permis de comparer les caractéristiques du conseil d'administration des entreprises soumises à la réglementation canadienne à des entreprises qui sont en plus soumises à la réglementation américaine. Nos analyses indiquent une différence significative entre les caractéristiques du conseil d'administration des entreprises qui sont cotées sur le marché américain et celui des entreprises cotées uniquement sur le marché canadien. Comme prévu, peu de différences sont détectées en ce qui a trait aux caractéristiques du comité de vérification, là où l'approche de réglementation est la même dans les deux pays.

Nos résultats révèlent aussi, qu'il existe un lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités, telles que la non-dualité et la taille du comité de vérification et le coût du capital des entreprises faisant partie de notre échantillon. Ce lien est d'autant plus accentué pour l'ensemble des caractéristiques du comité de vérification. Les analyses montrent une relation négative et significative entre les caractéristiques du comité de vérification et le coût du capital.

La cotation sur le marché américain affecte aussi le lien entre le coût du capital et les caractéristiques du conseil des entreprises de l'échantillon.

La contribution de l'étude est notable au niveau de la littérature relative à la gouvernance et à son impact sur le marché financier. Cette recherche permet de révéler les liens, jusque-là très peu explorés, entre le coût du capital et les attributs du conseil d'administration.

Aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, plusieurs études montrent le lien entre le renforcement de la réglementation touchant le marché financier et le coût du capital des entreprises cotées (Hail et Leuz, 2006; Himmelberg et al., 2004; Li, 2010). Cependant on peut noter la rareté des études qui ont été consacrées à l'impact du changement de la réglementation relative à la gouvernance sur le coût du capital. Notre étude permet de montrer l'impact du changement de la réglementation relative au conseil d'administration et à ses comités sur le coût du capital des entreprises canadiennes.

Au niveau méthodologique, notre principale contribution consiste en l'élaboration d'un indice de mesure de la gouvernance adapté au contexte canadien et spécialement conçu pour les entreprises cotées sur le marché canadien. Nous avons aussi utilisé une double approche de mesure des caractéristiques du conseil. Une première approche classique et qui se base sur l'utilisation des variables relatives au conseil et présentes dans la littérature comme la taille, l'indépendance du conseil et la non dualité de son président. Une deuxième approche qui suit les derniers développements dans la littérature, et qui se base sur les indices de mesure.

À l'instar de plusieurs études dans la littérature⁵, la présente étude utilise un indice pour mesurer les caractéristiques de la gouvernance et spécifiquement les caractéristiques du conseil et de ses comités. Contrairement à la majorité des recherches qui utilisent un indice préétabli, l'indice utilisé dans cette étude est spécialement conçu pour s'adapter aux objectifs et au contexte de l'étude. Les différentes composantes de l'indice sont directement tirées de la réglementation canadienne relative au conseil d'administration et à ses comités. De plus la conception de l'indice de mesure est corroborée par la consultation d'experts en finance qui se sont exprimés sur la pertinence et le poids accordé aux différents items composant l'indice.

⁵ Pour revoir en détail l'analyse des différentes études utilisant des indices de mesure, voir Bhagat, Bolton et Romano (2008).

Plusieurs études révèlent que les variables de mesures des caractéristiques du conseil sont souvent teintées d'endogénéité ce qui met en doute la robustesse et la validité des résultats obtenus⁶ (Bhagat et Black, 1999, 2002; Bhagat et Jeffris, 2002; Bhagat et Bolton, 2008). L'élaboration d'un indice de mesure des caractéristiques du conseil approprié au contexte canadien a permis d'obtenir des mesures des caractéristiques du conseil qui sont exogènes comme variables explicatives et a permis ainsi d'éviter les problèmes d'endogénéité associés aux variables de mesures de la gouvernance.

La majeure partie des études mettant en lien les caractéristiques du conseil d'administration et la performance de l'entreprise ont été effectuées dans le contexte américain (Defond, Hann et Hu, 2005; Bhagat et Black, 2002; Bhagat et al., 2008). Cette recherche permet d'étudier ces liens dans le contexte canadien.

La présente thèse est organisée comme suit; un premier chapitre est consacré au cadre théorique de la recherche, la revue de la littérature est présentée dans un deuxième chapitre et un troisième chapitre expose la méthodologie de recherche employée. Les résultats sont présentés dans un quatrième chapitre suivi par la conclusion générale.

⁶ L'endogénéité des variables explicatives indique que ces dernières sont corrélées avec le terme d'erreur dans l'équation. Les estimations ainsi obtenues peuvent avoir un signe et une valeur erronée (Greene, 2003). L'endogénéité des variables explicatives est discutée dans les chapitres méthodologie et résultats.

CHAPITRE I

CADRE THÉORIQUE DE LA RECHERCHE

1.1 Introduction : le problème d'agence et la gouvernance des entreprises

La gouvernance revêt de plus en plus d'importance au niveau de la littérature comptable et financière suite aux différents scandales financiers qui ont ébranlé les marchés financiers et qui ont engendré d'importantes pertes pour les investisseurs. Ces scandales ont révélé certaines défaillances dans le système de gouvernance qui assurent le contrôle des dirigeants (Parrat, 2003).

Les problèmes qui se sont manifestés dans différentes entreprises touchées par les scandales et qui sont considérés comme des problèmes de gouvernance émanent principalement du problème d'agence qui peut exister entre les actionnaires et les dirigeants.

Selon Jensen et Meckling (1976) une relation d'agence est un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal ou le mandataire) engagent une autre personne (l'agent ou le mandaté) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un pouvoir de décision à l'agent. Ils considèrent que cette relation est à l'origine de plusieurs conflits d'intérêt entre le dirigeant et les actionnaires. En effet, selon la théorie d'agence, le dirigeant cherche à maximiser sa richesse en prenant ses décisions et ce, au dépend des intérêts des actionnaires et des investisseurs. Ce problème d'agence, associé à plusieurs autres facteurs comme l'asymétrie d'information, crée chez les actionnaires une incertitude quant aux comportements de leurs agents et accentue le risque d'être dépossédés par ces derniers.

Dans un premier temps le problème d'agence est traité sur une base contractuelle comme le souligne la théorie de l'agence dans son approche contractuelle. Dans un deuxième temps, et face aux limites des contrats entre actionnaires et dirigeants, d'autres moyens ont été

développés pour limiter la latitude discrétionnaire des dirigeants (Charreaux, 1997) et notamment les mécanismes de gouvernance.

Dans ce qui suit nous exposons en premier lieu l'apport de la théorie d'agence en soulignant le problème d'agence et ses facteurs déterminants pour présenter ensuite les limites des contrats et la nécessité d'avoir d'autres mesures de contrôle. Ensuite, la gouvernance des entreprises et les différents mécanismes sont présentés, en s'attardant particulièrement sur le rôle joué par les deux mécanismes d'intérêt; le conseil d'administration et le marché financier.

La théorie d'agence offre un appui théorique pour cerner les relations parfois conflictuelles entre dirigeants et investisseurs, notamment les actionnaires, et ce, en s'appuyant sur une vision contractuelle de l'entreprise. S'inspirant directement de la théorie des droits de priorités, la firme est considérée comme un nœud de contrats entre les détenteurs des capitaux (les principaux) et les gestionnaires (les agents). Dans cette perspective, le système contractuel de l'entreprise, ou les nœuds de contrat, est supposé être en mesure de protéger les droits des actionnaires et de prévenir leur expropriation par les agents.

En général et dans les sociétés par action, la séparation des fonctions de la propriété (actionnariat) et celles de la décision (dirigeants) est porteuse de conflits potentiels. En effet, si l'actionnaire engage des fonds personnels dans l'entreprise, il assume le risque de perdre ses fonds propres. Il visera donc à en tirer un rendement maximal. Le dirigeant, non propriétaire, cherche à maximiser sa propre fonction d'utilité (Parrat, 1999)⁷.

⁷ Dans la littérature, les trois principales raisons expliquant la divergence d'intérêt entre dirigeants et actionnaires sont : la diversification de l'investissement, l'horizon économique et l'opportunisme du dirigeant. En premier lieu, l'actionnaire a la possibilité de diversifier son portefeuille par l'intermédiaire du marché financier. Il a donc un risque diversifiable associé à son investissement dans l'entreprise. Contrairement à l'actionnaire, le dirigeant concentre l'intégralité ou presque de son patrimoine culturel, humain et financier au sein de l'entreprise qu'il dirige (Finet, 2005). S'engager dans des investissements ou des projets risqués, même s'ils sont plus rentables, revient alors à mettre en péril tout son patrimoine. À l'inverse, un actionnaire ayant diversifié ses placements peut accepter de prendre un risque sur un de ses investissements sans pour autant mettre en péril tout son patrimoine. En deuxième lieu, on considère que l'horizon des dirigeants peut différer de celui des actionnaires.

Il cherchera par exemple à obtenir la rémunération la plus élevée possible et à retirer de sa fonction le maximum d'avantages en nature. Ces objectifs peuvent entrer en contradiction avec ceux des actionnaires.

Étant conscientes du problème, les parties mettent en place des contrats en vue de limiter les effets occasionnés par la divergence d'intérêts (Finet, 2005). L'objectif du contrat entre propriétaire et dirigeant est de s'assurer que ce dernier agira en fonction des intérêts du premier. Mais deux types d'incertitudes pèsent sur le comportement du contractant; le problème de « moral hasard » et celui de la sélection adverse. Le problème de « moral hasard » se manifeste quand il est possible que l'action d'un cocontractant diffère dans la réalité de celle qu'il s'est engagé à poser lors de la signature du contrat. Le problème de la sélection adverse se manifeste lorsque les signataires du contrat ont caché certains éléments avant de signer (Scott, 1997). De plus les dirigeants bénéficient d'une asymétrie d'information et ont parfois la possibilité de gérer l'information diffusée aux actionnaires et sur la base de laquelle leur performance est évaluée (Healy et Palepu, 2001). La prime de risque demandée par l'investisseur en présence de cette asymétrie d'information représente un coût qui freine l'investissement et qui rend la vente des actions de l'entreprise plus coûteuse.

Ce coût de transaction qui apparaît suite au problème de sélection adverse, est inhérent à l'échange d'actifs entre différents investisseurs ayant différentes informations (Verrecchia, 2001). Il s'agit de la composante reliée à l'asymétrie de l'information dans le coût du capital (Botosan, 1997).

L'horizon économique de l'actionnaire est basé sur le long terme, il est en théorie illimité tout comme la vie de l'entreprise. L'actionnaire aura tendance à privilégier les investissements de long terme et qui génèrent le plus de cash-flows futurs. Par contre, le dirigeant qui peut quitter l'entreprise à court terme (fin du contrat, révocation...), aura tendance à choisir les investissements les plus rentables à court terme. Il peut donc s'engager dans des projets risqués en privilégiant ainsi la valorisation de la firme sur le marché des capitaux au dépend des flux monétaires futurs. En troisième lieu, vient l'opportunisme du dirigeant. Ce dernier a la possibilité de gérer l'entreprise dans une optique qui maximise ses intérêts au dépend des actionnaires. Il a aussi la possibilité de détourner certaines richesses à son profit et d'adopter des stratégies personnelles.

La théorie d'agence considère l'entreprise comme un véritable nœud de contrats régissant la relation entre différentes parties contractantes et suggère que la relation actionnaires/dirigeants est à l'origine des conflits d'intérêts les plus importants dans l'entreprise (Parrat, 2003). Dans cette vision, chaque entreprise est tenue de mettre en place un système de contrats susceptible de favoriser l'alignement des intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. Cet alignement est une nécessité, selon la théorie d'agence, vue que les entreprises qui réussissent le mieux cet alignement sont les plus performantes et donc sont les seules viables à long terme.

Cependant, cette approche contractuelle connaît des limites et les contrats tous seuls sont parfois insuffisants pour réaliser l'alignement nécessaire et garantir les droits des actionnaires. L'impossibilité de prévoir toutes les situations, l'ensemble des événements et situations qui peuvent survenir dans le futur est l'une des limites des contrats entre actionnaires et dirigeants d'où le caractère incomplet des contrats (Parrat, 2003). Les contrats entre dirigeants et actionnaires sont donc de nature incomplète. Face à cette situation et aux difficultés qu'auront les actionnaires à surveiller et à évaluer les dirigeants, chaque entreprise est amenée à mettre en place un système de gouvernance afin de favoriser l'alignement des intérêts et d'assurer un meilleur contrôle des actions des dirigeants.

Les préoccupations liées à la gouvernance d'entreprise sont apparues à partir du moment où il y a eu séparation entre la propriété et le contrôle des entreprises (Berle et Means, 1932). Les actionnaires ont pris conscience que les dirigeants, compte tenu de leur position dans l'entreprise et de l'asymétrie d'information, ont la possibilité de gérer l'entreprise dans une optique non conforme aux intérêts des actionnaires mais aussi de détourner certaines richesses à leur profit et d'adopter des stratégies personnelles.

Dans une vision générale de la gouvernance corporative, Gillan et Starks (1998), la définissent comme le système de lois, de règlements et de facteurs qui contrôle les opérations d'une entreprise. Pour Charreaux (1997), et toujours dans une vision générale, la gouvernance est l'ensemble des mécanismes organisationnels et institutionnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants.

Dans une vision contractuelle et actionnariale et depuis l'analyse fondatrice de Berle et Means (1932), la gouvernance des entreprises est conçue comme un système de régulation du comportement des dirigeants et des définitions des règles du jeu managérial (Charreaux, 2003). De ce point de vue, la gouvernance correspond à l'ensemble des mécanismes qui permettent de préserver et de défendre les droits des actionnaires et ce en limitant les pouvoirs et en définissant les latitudes des dirigeants (Charreaux, 1997). Les mécanismes ou le système de gouvernance doivent être conçus de manière à maximiser la performance, le rendement et la valeur de l'entreprise. Cette approche actionnariale de la gouvernance centrée sur la relation actionnaire-dirigeant⁸ trouve sa justification théorique dans une représentation de la firme selon laquelle les actionnaires sont les propriétaires exclusifs (Charreaux, 2000). Dans cette optique, les mécanismes doivent être conçus de manière à maximiser la valeur de l'entreprise et à préserver la richesse des actionnaires. Selon cette approche, Shleifer et Vishny (1997) définissent la gouvernance corporative comme étant les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux des entreprises s'assurent d'avoir le rendement de leur investissement. De là, l'objectif de la mise en place des mécanismes de gouvernance est de préserver la richesse des détenteurs de capitaux et notamment les actionnaires et de s'assurer qu'il y a un alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants.

Vu l'objectif premier de cette étude, à savoir d'investiguer les liens entre les caractéristiques du conseil d'administration et l'appréciation des investisseurs du coût du capital, la gouvernance des entreprises est considérée comme un système par lequel les entreprises par actions sont gérées et qui recouvre l'ensemble des dispositions qui permettent de s'assurer que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires (Charreaux, 1997) afin de réduire le risque de ces derniers et de leur assurer un meilleur rendement (Shleifer et Vishny, 1997).

⁸ Plusieurs approches ont été invoquées en gouvernance, notamment l'approche actionnariale, partenariale ou encore celle cognitive. En partant du contexte de l'étude, on a choisi de se positionner dans une approche actionnariale, où l'actionnaire est privilégié vu qu'il détient le capital de l'entreprise. Dans une approche actionnariale, l'objectif derrière la mise en place d'un système de gouvernance est la création et la préservation des richesses des actionnaires.

1.2 Le marché financier et le conseil d'administration; mécanismes disciplinaires des dirigeants

La gouvernance de l'entreprise est assurée à travers plusieurs structures et mécanismes permettant de concilier les intérêts divergents des dirigeants et des actionnaires. Les différents mécanismes de gouvernance sont mis en place dans le but de maximiser la valeur de la firme (Agrawal et Knoeber, 1996), d'assurer un meilleur rendement, de limiter le transfert de la richesse entre les actionnaires et le dirigeant et de réduire ainsi le risque des actionnaires d'être dépossédés (Parrat, 2003).

L'encadrement des dirigeants s'effectue par des mécanismes précis dont on distingue deux grands ensembles : les mécanismes externes et les mécanismes internes.

On s'intéresse particulièrement au marché financier et au conseil d'administration comme principaux mécanismes de gouvernance et ce, en concordance avec l'objectif de la présente étude.

1.2.1 Rôle du marché financier comme mécanisme de contrôle externe

À la différence des mécanismes internes, les mécanismes externes de contrôle des dirigeants sont indépendants des décisions de l'entreprise et de ses actionnaires. Le rôle de surveillance externe des dirigeants est assuré principalement par les marchés (Gillian, 2005). On peut citer notamment; le marché des produits⁹, le marché de travail des dirigeants ainsi que le marché financier. Vu l'importance de son rôle de contrôle et en prenant en considération l'objectif de l'étude, nous nous limitons au marché financier comme mécanisme de contrôle externe. En effet, le marché financier joue un rôle très important et occupe une grande place parmi les mécanismes de surveillance. Ce marché offre deux moyens de contrôle effectifs des dirigeants; les cours boursiers et la prise de contrôle.

⁹ Le marché des produits désigne le marché principal des biens et des services de l'entreprise.

La valorisation de l'entreprise sur le marché financier reflète les éventuelles inefficiences managériales et donne l'occasion à d'autres entreprises de prendre son contrôle (Finet, 2005). Le marché financier, en cas d'opportunisme ou de mauvaise gestion des dirigeants, donne l'occasion aux actionnaires de vendre leurs actions pour exprimer leur mécontentement (Parrat, 1999) et de faire baisser par conséquent la valeur de l'entreprise. Ceci se répercutera négativement sur les dirigeants notamment en causant la baisse de leur rémunération souvent indexée à la performance boursière de l'entreprise¹⁰.

La pression du marché financier peut donc contraindre les dirigeants à prendre des décisions conformément aux intérêts des actionnaires. Cependant, ce mécanisme est limité dans les marchés où la propriété est diffuse et où l'actionnariat est très dispersé, ce qui n'est pas le cas du marché canadien caractérisé par un actionnariat concentré (Naciri, 2006).

Le marché financier permet aussi à une firme de prendre le contrôle d'une autre¹¹ par différentes procédures (takeovers) ce qui ramènent souvent au remplacement des dirigeants en place. Ces derniers essayent d'éviter la prise de contrôle de leur entreprise et de conserver leurs postes. Ceci les incite à assurer une meilleure performance financière de l'entreprise, à améliorer le rendement boursier et à réduire le risque perçu par les investisseurs ainsi que le coût du capital exigé¹². La réduction du coût du capital permet à l'entreprise d'accéder aux fonds nécessaires à son exploitation et ce, à un moindre coût.

1.2.2 Le rôle de protection des droits des actionnaires assuré par le conseil d'administration

Les mécanismes de gouvernance internes sont mis en place par l'entreprise dans le but de maîtriser le problème d'agence et de rallier les intérêts des actionnaires et des dirigeants. Le recours ainsi que le niveau d'utilisation de ces mécanismes est spécifique à chaque entreprise

¹⁰ Une importante composante de la rémunération des dirigeants est l'octroi d'option d'achat d'action.

¹¹ Le marché des prises de contrôle corporatif : Take over market.

¹² Le coût du capital représente le taux d'actualisation des futurs flux monétaires. Plus ce taux est élevé, plus la valeur actuelle des cash flux est faible. Le coût du capital varie en fonction du risque de l'entreprise. Il comprend une composante spécifique à ce risque. Plus le risque de l'entreprise est élevé, plus cette composante est grande et plus le coût du capital est élevé.

et se décide à l'interne¹³. L'un des principaux organes de contrôle interne est le conseil d'administration aidé par ses comités. En effet, plusieurs auteurs soulignent le rôle important du conseil d'administration (Fama et Jensen 1983; Naciri 2008) et certains le considèrent même comme l'organe de contrôle des dirigeants par excellence (Charreaux, 1997).

En plus de s'assurer que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997), le conseil d'administration, a une multitude de responsabilités, comme approuver et évaluer l'orientation stratégique de la compagnie, établir un système de contrôle interne, identifier les risques internes et externes et veiller à l'intégrité de l'information financière (Naciri, 2008), ce qui le rend le premier organe de contrôle de gouvernance interne. Le conseil est aidé dans l'accomplissement de sa mission par des comités.

Pour mieux accomplir ses fonctions et selon les besoins de l'entreprise, le conseil peut s'organiser en comités. Selon Brown (2008), le comité le plus utilisé par les conseils d'administration canadiens est le comité de vérification chargé de nommer et de faire un suivi de la mission des vérificateurs externes. On peut citer aussi le comité de rémunération, le comité de nomination ou encore le comité de gouvernance.

Le conseil d'administration est chargé de surveiller et de contrôler la gestion et il a la responsabilité de recruter et de congédier l'équipe des hauts dirigeants (Jensen, 1993). Il s'agit de l'organe principal de contrôle des décisions prises par les cadres supérieurs et les gestionnaires, d'où son importance dans l'influence des autres mécanismes et de la perception qu'ont les investisseurs de la qualité de la gouvernance de l'entreprise.

L'autorité du conseil lui est conférée par les actionnaires. Dans son rôle de contrôle des décisions, le conseil dispose de deux moyens d'action essentiels pour discipliner les dirigeants, à savoir le choix de leur système de rémunération et leur remplacement (Charreaux, 1997).

¹³ Parmi les mécanismes internes figurent la rémunération et la propriété des dirigeants.

Le conseil d'administration se compose de deux types d'administrateurs, les administrateurs internes et les administrateurs externes. Les premiers sont ceux qui participent quotidiennement à la vie de l'entreprise. Leur présence est nécessaire vu qu'ils se doivent d'apporter au conseil une connaissance plus précise du contexte et de l'activité de l'entreprise. Les administrateurs externes peuvent être des administrateurs indépendants de la direction de l'entreprise. Dans le cadre de la séparation entre la propriété et le pouvoir décisionnel, les administrateurs externes, de part leur indépendance, sont les plus susceptibles d'exercer le rôle de surveillance (Parrat, 2003).

Plusieurs caractéristiques du conseil aident à établir un contrôle efficace des dirigeants, telles que l'indépendance du conseil, la compétence des administrateurs et la non-dualité du président. Dans le cas de dualité par exemple, le président du conseil est en même temps le chef de la direction. Il se voit attribuer deux rôles; un rôle décisionnel et un rôle de contrôle des décisions. La séparation des deux fonctions est préférable pour permettre au conseil d'exercer au mieux son rôle de contrôle des dirigeants (Fama et Jensen, 1983). D'une part, cette dualité permet au chef de la direction plus d'enracinement et plus de pouvoir au sein de l'entreprise ce qui peut remettre en question la capacité du conseil à assurer un meilleur contrôle. D'autre part, la dualité permet d'avoir un meilleur leadership au niveau du conseil (Finkelstein et D'Aventi, 1994).

La dualité met à la tête du conseil une personne ayant une meilleure connaissance de l'entreprise et de son environnement interne et externe ce qui peut aider le conseil dans l'accomplissement de sa mission.

Vu les objectifs de recherche, l'importance de son rôle et la place privilégiée qu'il occupe parmi les mécanismes internes, nous nous limiterons lors de notre étude au conseil d'administration comme mécanisme de contrôle interne. Il est aussi à noter que les changements apportés par la réglementation canadienne¹⁴ en matière de pratiques de gouvernance des entreprises cotées, touchent en premier lieu les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités notamment le comité de vérification.

¹⁴ Règlements : 52-108; 52-109 (+ instruction générale); 52-110 (+ instruction générale); 58-101; 58-201 (+ instruction générale).

1.3 Conclusion

Avec la séparation entre la propriété et le contrôle, l'actionnaire, détenteur du capital financier assume un risque quant à la valeur de son investissement. Le pouvoir décisionnel conféré aux dirigeants associés à l'asymétrie d'information accentue le risque assumé par les actionnaires.

Afin d'assurer un meilleur contrôle des dirigeants, les entreprises se dotent de plusieurs mécanismes de gouvernance dans l'objectif de maximiser la valeur de la firme (Agrawal et Knoeber, 1996) et de limiter le transfert de la richesse entre les actionnaires et le dirigeant (Parrat, 2003). L'un des mécanismes de contrôle les plus importants est le conseil d'administration aidé dans l'accomplissement de sa mission par ses différents comités.

L'intervention des organismes de réglementation du Canada touchant la gouvernance des entreprises, suite à la crise de confiance qu'a connu le marché financier canadien au début des années 2000¹⁵, a permis de renforcer certains mécanismes de gouvernance notamment le conseil d'administration et le comité de vérification tout en exigeant par exemple, la mise en place d'un comité d'audit indépendant¹⁶.

La réglementation canadienne, introduite entre 2004 et 2005, a surtout mis l'accent sur l'amélioration des structures internes de gouvernance comme l'indépendance du conseil d'administration et de ses comités.

En effet, l'instruction générale 58-201 relative aux pratiques exemplaires de gouvernance, vise la réalisation « *d'un équilibre entre les objectifs d'assurer la protection des investisseurs, de favoriser des marchés financiers équitables et efficaces et de soutenir la confiance dans les marchés financiers* »¹⁷.

¹⁵ Carnaghan et Gunz (2007).

¹⁶ Règlement 52-110 sur le comité de vérification.

¹⁷ Instruction générale 58-201, partie I, paragraphe 1.1.

Cependant, plusieurs questions demeurent posées concernant l'efficacité du conseil et de ses comités quant à la réduction du risque des actionnaires de perdre leur investissement et quant à l'efficacité de l'intervention réglementaire pour rassurer les investisseurs sur le marché financier canadien.

CHAPITRE II

REVUE DE LA LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES

2.1 Introduction : problématique dans le contexte canadien et questions de recherche

Les scandales qui ont éclaté au début des années 2000 dans les marchés nord-américains, comme ceux d'Enron, Worldcom, Nortel et Xerox, ont été attribués, entre autres, à des défaillances de la gouvernance de ces entreprises. Ces affaires largement médiatisées ont certes marqué le marché financier nord-américain et le risque perçu par les investisseurs, des entreprises cotées. Ce risque qui se manifeste notamment par une plus grande volatilité des titres et un manque de crédibilité de l'information (Agrawal et Chadha, 2005) et associé à une crise de confiance générale. La crise de confiance qui a résulté de ces événements a montré la nécessité de revoir les mécanismes de régulation et de contrôle à tous les niveaux (Capron 2003).

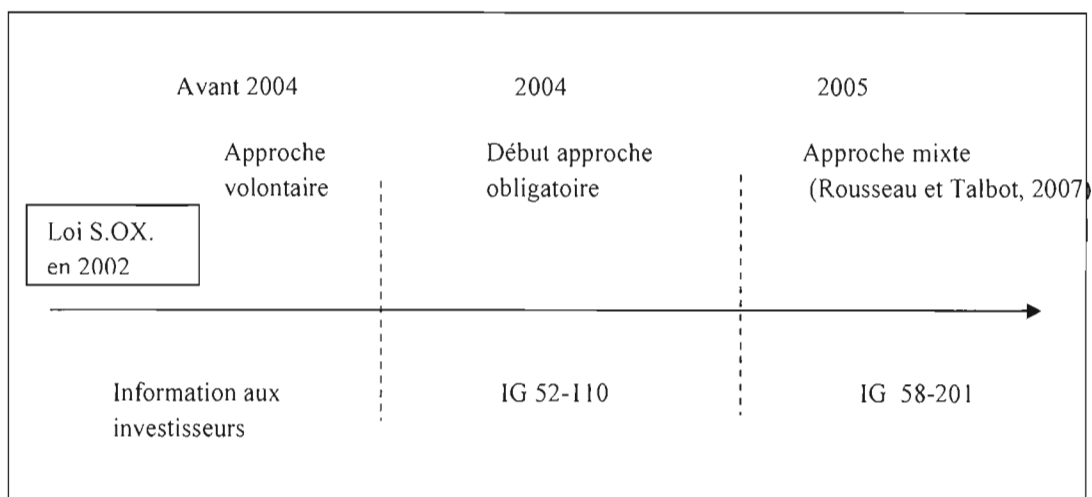
Pour regagner la confiance des marchés, l'intervention de la réglementation a commencé en premier lieu aux États-Unis avec la loi Sarbanes-Oxley. Votée par le congrès et ratifiée par le président américain au mois de juillet 2002, cette loi avait pour objectif de rétablir la confiance des investisseurs et de renforcer la gouvernance de l'entreprise. La particularité de cette loi c'est qu'elle ne s'applique pas uniquement aux entreprises américaines mais à toutes les entreprises dont les titres se transigent sur les bourses américaines.

De son côté, le Canada a réagi pour changer les pratiques de gouvernance des entreprises cotées durant les années 2004 et 2005¹⁸.

¹⁸ Rapport Mai 2005, source site Web du Ministère de la finance du Canada; www.fin.gc.ca/activty/pubs/fostering_05f.html.

Avant cette date, la bourse de Toronto mettait en œuvre les recommandations du Rapport Dey formulé en 1994 sur la base des conclusions de l'enquête menée par un comité présidé par Peter Dey¹⁹. L'approche employée par la bourse de Toronto était une approche fondée sur l'autoréglementation et n'imposait aucune conformité avec les lignes directrices du rapport (Rousseau et Talbot, 2007). L'apport de la réglementation canadienne depuis 1994 est présenté dans le tableau 2.1 et la figure 2.1.

Figure
2.1 Évolution de la réglementation touchant la gouvernance des entreprises canadiennes de 2002-2005



¹⁹ Toronto Stock Exchange Committee on corporate governance in Canada, Where Were the Directors? – Guidelines for Improved corporate Governance in Canada, Toronto, 1994.

Tableau
2.1 Réglementation relative aux mécanismes internes de gouvernance des entreprises canadiennes durant la période d'étude

Avant 2004	Durant 2004	À partir de 2005
<p>Rapport Dey formulé en 1994 sur la base des conclusions de l'enquête menée par un comité présidé par Peter Dey²⁰.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Objectif : énoncer une série de lignes directrices pour améliorer le rôle du conseil d'administration dans la prise de décision. ▪ Approche d'application : une approche non contraignante. <p>Actualisation du rapport Dey en 2001 par le comité Saucier, l'institut canadien des comptables agréés (ICCA) et la bourse canadienne de croissance²¹.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Objectif : émettre des recommandations destinées à améliorer la responsabilité générale de la gérance du patrimoine de l'entreprise qui incombe au conseil d'administration ▪ Approche d'application : une approche non contraignante. 	<p>Instruction générale (IG) 52-110 : entrée en vigueur le 30 mars 2004 et d'application obligatoire à partir du 30 juin 2005.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Objectif : fixer les normes de constitution, les caractéristiques des membres telle que l'indépendance et définir le mandat et la responsabilité du comité de vérification. ▪ Approche d'application : une approche impérative et contraignante – application obligatoire. 	<p>Instruction générale (IG) 58-201 relative aux pratiques de gouvernance : entrée en vigueur le 30 juin 2005.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Objectif : Assurer la protection des investisseurs, favoriser des marchés financiers équitables et efficaces et soutenir la confiance dans les marchés financiers. ▪ Approche d'application : une approche non contraignante (aucune valeur prospective) – application volontaire et non obligatoire.

²⁰ Toronto Stock Exchange Committee on corporate governance in Canada, Where Were the Directors? – Guidelines for Improved corporate Governance in Canada, Toronto, 1994.

²¹ Comité Mixte sur la gouvernance de l'entreprise, « *Au-delà de la conformité, la gouvernance* » Rapport Saucier, Toronto, 2001.

Le rapport Dey fut actualisé en 2001 suite aux travaux du comité Saucier en collaboration avec l'institut canadien des comptables agréés et la bourse canadienne de croissance²². Ce comité proposait quinze recommandations relatives au rôle du conseil d'administration. Comme son prédécesseur, ce comité a choisi de maintenir une approche non contraignante. En 2004 et 2005, plusieurs instructions générales (IG) et règlements sont mis en place pour réglementer certaines pratiques de gouvernance au Canada dont notamment le règlement 52-110 relatif au comité de vérification et l'IG 58-201 relative aux pratiques exemplaires de gouvernance et qui apporte plusieurs recommandations quant aux caractéristiques et fonctionnement du conseil d'administration. Ces deux mesures réglementaires s'appliquent à l'ensemble des sociétés ouvertes au Canada.

Contrairement à la tradition, cette dernière réforme adopte une approche mixte à la fois permissive ou non contraignante et une approche impérative ce qui donne une approche mitoyenne selon Rousseau et Talbot (2007).

L'approche impérative se traduit surtout à travers le règlement 52-110, relatif au comité de vérification et au contrôle interne. Ce règlement est d'application obligatoire à partir de la première assemblée annuelle tenue après juillet 2004 et au plus tard en juillet 2005²³. L'approche permissive se traduit, quant à elle, à travers l'IG 58-201 relative aux pratiques exemplaires de gouvernance entrée en vigueur en juin 2005. L'IG 58-201 recommande aux entreprises des pratiques exemplaires de gouvernance comme l'indépendance du conseil ainsi que de son président, la réunion des administrateurs indépendants et l'existence d'une charte écrite définissant le rôle du conseil d'administration des entreprises cotées.

²² Comité Mixte sur la gouvernance de l'entreprise, « Au-delà de la conformité, la gouvernance », Rapport Saucier, Toronto, 2001.

²³ Pour plus de détails sur l'ensemble de la réglementation relative aux pratiques de gouvernance et à la divulgation et les dates d'application et d'entrée en vigueur, voir Romano et Grewal (2006).

Cette instruction précise que les émetteurs peuvent appliquer les pratiques exemplaires mais à leur convenance et que les lignes directrices exposées dans l'instruction générale 58-201 n'ont aucune valeur prescriptive. Les entreprises sont simplement tenues d'avoir un tableau comparatif détaillant leur application ou non (ainsi que les causes de la non-application s'il y a lieu).

L'objectif de la réglementation canadienne est de restaurer la confiance des investisseurs dans le marché financier canadien et d'assurer la protection de leur investissement tout en restant ouvert sur l'évolution de la gouvernance aux États-Unis et dans le monde²⁴. Il serait donc pertinent de connaître les répercussions de l'adoption de la nouvelle réglementation touchant la gouvernance corporative sur le marché financier canadien.

Une question demeure ainsi en suspend ; ce changement d'approche dans la réglementation canadienne atteint-il l'objectif d'assurer la protection des investisseurs et de soutenir la confiance des marchés financiers²⁵?

Le changement de la réglementation canadienne introduit en 2004 et 2005, en matière de gouvernance, survient suite à une crise de confiance des marchés financiers nord-américains. Ce changement touche en premier lieu les mécanismes internes et particulièrement le conseil d'administration et le comité de vérification. L'amélioration de ces mécanismes internes avait pour objectif de garantir les droits et de reconquérir la confiance des investisseurs sur le marché financier²⁶.

La relation entre la gouvernance corporative et le coût du capital était toujours présumée mais très peu étudiée dans la littérature. Une des explications plausibles de ce lien est le fait que de bons mécanismes de gouvernance conduisent à la réduction du risque de l'entreprise et par conséquent à un plus faible coût du capital (Donker et Zahir, 2008).

À l'instar de Khurana et Raman (2006), on considère que le coût du capital est un indicateur de la confiance des investisseurs ainsi que leur perception du risque global de l'entreprise.

²⁴ Instruction générale IG 58-201.

²⁵ Instruction générale IG 58-201.

²⁶ Idem note 7.

Le coût du capital, comme l'ont défini Botosan et Plumlee (2005), est le taux d'actualisation que le marché applique aux cash-flows futurs attendus de l'entreprise pour arriver au prix actuel de l'action. Il représente le rendement exigé en fonction du risque de l'entreprise tel que perçu par les investisseurs et comprend en plus du coût de l'endettement et du taux sans risque une prime de risque spécifique à l'entreprise.

Dans la littérature, plusieurs recherches montrent l'impact du renforcement de la réglementation en général sur le coût du capital (Hail et Leuz, 2006; Himmelberg, Glenn et Love, 2004; Li, 2010) alors que d'autres documentent le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités et la performance boursière (Agrawal et Knober, 1996; Chung et Pruitt, 1996; Bhagat et Black, 2002; Bhagat et Bolton, 2008, Iyengar et Zampelli, 2009). Cependant, le lien entre le coût du capital exigé par les investisseurs et les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités demeure peu documenté dans la littérature. La question qu'on peut se poser est la suivante : Quel serait le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et des comités des entreprises canadiennes cotées et le coût du capital exigé par les investisseurs sur le marché financier canadien?

Plusieurs études ont démontré le lien entre le changement de la réglementation et le coût du capital (Hail et Leuz, 2006; Himmelberg et al., 2004; Li, 2010), mais l'impact du changement de la réglementation relative au conseil d'administration et ses comités, sur le marché financier canadien et notamment sur le coût du capital est, à notre connaissance, inexistant dans la littérature. Quel serait donc le lien entre le changement de la réglementation relative au conseil d'administration et de ses comités et le coût du capital des entreprises canadiennes?

De par leur cotation sur le marché américain, plusieurs entreprises canadiennes sont soumises à la réglementation américaine. Les réglementations canadiennes et américaines, relatives à la gouvernance, sont différentes à plusieurs niveaux notamment la date d'entrée en application et les exigences quant aux pratiques de gouvernance (Carnagan et Gunz, 2007).

Au niveau canadien, par exemple, certains règlements touchant le conseil d'administration, comme l'IG 58-210, sont soumis au libre choix des entreprises, alors que la Loi SOX aux États-Unis qui réglemente, entre autres, les conseils d'administration est d'application obligatoire, d'où l'intérêt d'observer l'impact de cette différence au niveau du coût du capital. Existe-t-il donc des différences entre les entreprises soumises uniquement à la réglementation canadienne et celles qui sont soumises en plus à la réglementation américaine, au niveau du lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités et du coût du capital?

Les objectifs de cette recherche consistent alors à :

- Étudier les liens les caractéristiques du conseil d'administration et l'appréciation des investisseurs du coût du capital exigé pour l'entreprise sur le marché financier canadien,
- Observer si le changement de la réglementation canadienne a affecté ce lien, et
- Examiner les différences, s'il y a lieu, entre les entreprises soumises à la réglementation canadienne et celles qui sont soumises en plus à la réglementation américaine.

Le reste de ce chapitre est organisé comme suit : une deuxième section est consacrée à la revue de la littérature, les hypothèses de recherche sont présentées dans une troisième section et la quatrième et dernière section conclut le chapitre.

2.2 Revue de la littérature

Le conseil d'administration a une multitude de responsabilités, comme approuver l'orientation stratégique de la compagnie, établir un système de contrôle interne et veiller à l'intégrité de l'information financière (Naciri, 2010) en plus de s'assurer que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997).

Dans la littérature plusieurs chercheurs ont étudié les liens entre les caractéristiques du conseil d'administration, d'une part, et la performance financière de l'entreprise (Agrawal et Knober, 1996; Chung et Pruitt, 1996; Bhagat et Black, 2002; Bhagat et Bolton, 2008; Iyengar et Zampelli, 2009) et le risque de l'entreprise d'autre part (Gilson, 1990; Daily et Dalton, 1994, a et b; Beasley, 1996; Agrawal et Chadha, 2005). Quant au coût du capital, plusieurs études documentent l'impact du renforcement de la réglementation sur cet indicateur financier (Hail et Leuz, 2006; Himmelberg et al., 2004; Li, 2010).

Dans ce qui suit, on s'attarde en premier lieu sur le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance et le risque financier de l'entreprise, pour ensuite exposer les liens dans la littérature entre le renforcement de la réglementation et le coût du capital.

2.2.1 Lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière de l'entreprise :

Plusieurs auteurs s'entendent sur le fait que le conseil d'administration est le premier organe de contrôle des dirigeants dans l'entreprise (Naciri, 2008,2010; Fama et Jensen,1983; Charraux, 1997). De nombreuses recherches se sont intéressées à la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration, telles l'indépendance, la taille et la dualité du président et la performance financière de l'entreprise comme Agrawal et Knober (1996), Bhagat et Black (2002), Bhagat et Bolton (2008) ou encore Iyengar et Zampelli (2009).

Bhagat et Black (2000) examinent directement la relation entre la composition du conseil et la performance de l'entreprise, ils observent une forte relation entre la faible performance et l'augmentation de l'indépendance du conseil. De même, l'étude d'Agrawal et Knoeber (1996) a permis de révéler une relation négative entre la proportion d'administrateurs indépendants et la performance de l'entreprise²⁷.

²⁷ La performance financière est mesurée dans ces deux cas par l'indicateur Tobin's Q. Ce ratio est égal à la valeur du marché de la firme divisée par la valeur de remplacement de ses actifs. Yermak (1996) n'arrive pas à établir de relation significative entre l'indépendance du conseil et d'autres indicateurs de performance tels que le ratio résultat d'exploitation par actif total ou les ventes par actifs.

L'étude de Bhagat et Bolton (2008) met en évidence une relation négative et significative entre l'indépendance du conseil et la performance de l'entreprise²⁸. Reprenant les mesures de la gouvernance de l'entreprise moyennant des indices de mesures tels que celui de Gompers et al. (2003)²⁹, l'étude de Bhagat et Bolton (2008) n'aboutit pas à une relation significative entre la mesure de la gouvernance et la performance future de l'entreprise sur le marché financier.

Agrawal et Knoeber (1996), Bhagat et Black (2000) ainsi que Bhagat et Bolton (2008) aboutissent tous à un même résultat selon lequel l'indépendance du conseil d'administration serait négativement liée à la performance de l'entreprise. Seuls Rosenstein et Wyatt (1990) ont pu constater que le cours des actions augmente quand les entreprises³⁰ nomment des administrateurs externes.

Il est à noter que Agrawal et Knoeber (1996) et Bhagat et Black (2000) ont utilisé l'indicateur Tobin's Q pour mesurer la performance financière alors que Bhagat et Bolton (2008) ont, en plus, utilisé le ROA et le rendement par action.

Les études de Yermak (1996) et de Dalton, Daily, Ellstrand et Johnson (1998) n'arrivent pas établir de lien significatif entre l'indépendance du conseil et d'autres indicateurs de performance tels que le ratio résultat d'exploitation par actif total ou les ventes par actif.

À la différence des indicateurs financiers utilisés dans la littérature, le coût du capital utilisé dans notre étude, n'est pas une mesure comptable. Il est exempt des biais inhérents à l'information comptable comme la difficulté de la prise en compte des actifs intangibles, l'utilisation du coût historique comme méthode d'évaluation de certains actifs ou encore le choix de méthodes comptables pratiquées dans les entreprises.

La non-dualité du président, ou la séparation des fonctions du chef de la direction et du président du conseil, est généralement recommandée pour la séparation des fonctions de gestion et de contrôle et ce pour éviter l'enracinement du chef de la direction (Fama et Jensen, 1983).

²⁸ La performance est mesurée par le ROA, le Tobin's Q et le rendement par action.

²⁹ Cet indice comprend, entre autres, une partie relative aux caractéristiques du conseil d'administration. La composition de cet indice est présentée en annexe (Appendice C).

³⁰ Leur échantillon d'entreprises est composé de firmes provenant de *Fortune 1000*.

De ce point de vue, la non-dualité du président est une mesure préventive qui permet de réduire le risque des actionnaires d'être dépossédés. D'un autre point de vue, avoir un directeur interne à la tête du conseil, permet de bénéficier de l'expertise et de la connaissance de l'environnement interne et externe de l'entreprise acquis par ce directeur ce qui permettra au conseil de mieux accomplir sa tâche de surveillance et de supervision.

Selon l'étude de Dalton, Daily, Ellstrand et Johnson (1998), la dualité du président ne semblent affecter la performance financière de l'entreprise alors que l'étude de Bhagat et Bolton (2008) met en évidence une relation négative et significative entre la dualité du président du conseil et la performance financière de l'entreprise. Cependant dans leur étude, Iyengar et Zampelli (2009), n'arrivent pas à établir une relation significative entre la dualité du président et la performance financière de l'entreprise.

Carter, Simkins et Simpson (2003) se sont intéressés à la relation entre la diversité du conseil³¹ d'administration et la valeur de l'entreprise sur le marché des capitaux. L'étude permet de montrer une relation positive et significative entre les deux.

Barnhart et Rosenstein (1998) ont examiné la relation, entre autres, la composition du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. Leurs analyses effectuées sur un échantillon de 321 entreprises du Standard & Poor's 500 montrent un impact négatif de la taille du conseil d'administration sur la performance. Dans son étude, Yermack (1996) rapporte aussi une relation négative et significative entre la taille du conseil et son indépendance et la performance financière de l'entreprise.

Anderson, Mansi et Reeb (2004) se sont intéressés à la relation entre les caractéristiques du conseil d'administration et du comité d'audit sur le coût de la dette. Les analyses effectuées sur un échantillon de 252 entreprises³² de S&P500, ont mis en évidence une relation négative et significative entre le coût de la dette et l'indépendance du conseil d'administration et de celle du comité de vérification.

³¹ La diversité du conseil est définie comme étant le pourcentage des femmes et des individus de différentes origines.

³² Les données sont collectées entre 1993 et 1998 bien avant les scandales financiers et les modifications de la réglementation américaine de la gouvernance.

Les résultats de cette étude mettent en évidence une relation inverse entre le coût de la dette et la taille du conseil d'administration et celle du comité de vérification. Cependant, les chercheurs n'arrivent pas à établir une relation robuste et significative entre la présence d'un expert financier sur le comité de vérification et le coût de la dette. Ce résultat rejoint ceux de Defond, Hann et Hu (2005) qui ont étudié la réaction du marché à la nomination d'un expert financier sur le comité de vérification. Les résultats de ces derniers indiquent que la réaction du marché à la nomination d'un expert financier est mitigée et surtout conditionnelle à une solide gouvernance de l'entreprise en générale.

L'étude de Anderson, Mansi et Reeb (2004), à la différence de la nôtre, se limite à la présence d'un expert, à la taille et à l'indépendance du conseil d'administration et du comité de vérification. Nous prenons en considération d'autres caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités telles que la dualité du président, l'existence d'un code d'éthique et d'une charte écrite ainsi que l'indépendance des différents comités. Anderson, Mansi et Reeb (2004) se sont intéressés uniquement au coût de la dette tandis que notre recherche utilise le coût du capital qui permet de détecter une prime de risque global de l'entreprise aussi bien que le coût de ses fonds propres.

La relation entre les caractéristiques du conseil et la performance financière de l'entreprise est souvent peu évidente et très controversée dans la littérature. En effet, les recherches sur les liens entre les caractéristiques du conseil et la performance financière, ne mettent pas toujours en évidence une relation positive. Ceci indique que la voie est encore ouverte à d'autres investigations.

2.2.2 Le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et les risques de l'entreprise

Dans la littérature, il existe des liens établis entre le risque de l'entreprise et les mécanismes de gouvernances implantés. Nous avons identifié trois types de risques liés aux mécanismes de gouvernance et qui peuvent notamment influencer la prime de risque exigée par les investisseurs ou le coût du capital à savoir le risque de fraude, le risque de faillite et finalement le risque informationnel.

– Les caractéristiques du conseil d'administration et le risque de fraude :

Selon Shliefer et Vishny (1997) la gouvernance corporative est un moyen par lequel les détenteurs de capitaux des entreprises s'assurent d'avoir du rendement sur leur investissement. Les doutes quant aux rendements des entreprises s'accroissent en présence d'un risque de fraude. En effet, Karpoff et Lott (1993) documentent une chute de la valeur boursière des actions suites à des allégations de fraude.

Beasley (1996) ainsi que Dechow, Sloan et Sweeney (1996) ont examiné les caractéristiques de la gouvernance corporative associées au risque de fraude relatif à l'information diffusée dans les états financiers. Leurs résultats indiquent que le risque de fraude et de manipulation des résultats est à la baisse en présence d'un conseil d'administration indépendant et de non-dualité de son président. Les résultats de Beasley (1996) montrent que, chez les entreprises qui n'ont pas connu de fraude financière, la proportion de membres indépendants sur le conseil d'administration et le comité de vérification est plus élevée que le reste de l'échantillon.

De son côté, Persons (2006) a étudié les caractéristiques du conseil associées à la baisse du risque de fraude dans la divulgation d'information non-financière. Les résultats de l'étude révèlent que le risque de fraude diminue notamment en présence d'un conseil d'administration indépendant et de petite taille ainsi qu'en présence de non-dualité de son président.

Dans leur étude, Agrawal et Chadha (2005) examinent l'impact de certains mécanismes de gouvernance sur la probabilité de manipulation des revenus (earnings restatments). Leurs résultats démontrent que la probabilité de manipulation des revenus est moindre chez les entreprises ayant un administrateur indépendant, ayant une expertise financière au conseil d'administration ou encore au comité de vérification.

– Les caractéristiques du conseil d’administration et le risque de faillite :

Plusieurs chercheurs documentent le rôle efficace de certains mécanismes de contrôle, dont le conseil d’administration, dans la prévention de la faillite (Gilson, 1990; Daily et Dalton 1994, a et b; Daily 1996).

Les résultats de Daily et Dalton (1994,b) indiquent qu’une faible proportion d’administrateurs indépendants au sein du conseil d’administration ainsi que la dualité de son président sont des facteurs associés au risque de faillite plus élevé.

Contrairement aux attentes, Daily (1996) montrent que l’indépendance du comité d’audit n’a aucun impact sur la probabilité de faillite des entreprises.

– Le conseil d’administration et le risque informationnel :

L’une des principales responsabilités du conseil d’administration est de veiller à l’intégrité de l’information financière (Naciri, 2010). Ce rôle est très important puisque l’information organisationnelle permet de renseigner les investisseurs quant aux décisions de la direction de l’entreprise et leurs portées au niveau de la valeur de l’entreprise et la richesse des actionnaires. Cette information est interprétée par les actionnaires et les fournisseurs de capitaux en terme de risques et de capacité à générer des cash-flows ainsi qu’en terme de bénéfices attendus et donc de dividendes futurs.

En effet, d’un côté l’information diffusée par l’entreprise affecte les décisions prises par investisseurs (Healy et Palepu, 2001). D’un autre côté, les dirigeants³³ ont la possibilité d’agir sur les informations publiées par l’entreprise et notamment sur le contenu des états financiers (Healy et Kaplan, 1985) pour servir leurs intérêts, sans égard à ceux des actionnaires, comme pour conserver leur emploi ou pour satisfaire les conditions de leurs contrats de rémunération (Core, 2001; Aboody et Kasnik, 2000).

³³ De part leur position dans l’entreprise, les dirigeants qui ont un meilleur accès à l’information que les propriétaires et les investisseurs externes.

La position centrale des dirigeants peut leur permettre de contrôler ou dissimuler une partie de l'information transmise aux actionnaires (Healy et Palepu, 2001). Dans ce cas, les actionnaires peuvent éprouver de la difficulté à acquérir et à traiter l'information nécessaire à leur prise de décision, ce qui augmente leur incertitude et affecte le risque perçu de l'entreprise.

En plus du taux de rendement sans risque, l'actionnaire exige une prime en fonction du risque associé à son investissement. Cette prime de risque contient une composante associée au risque informationnel engendré par l'asymétrie de l'information (Barry et Brown, 1986). Les doutes quant à la crédibilité de l'information accentuent le risque informationnel et donc la composante de ce risque incluse dans le coût du capital exigé par les investisseurs.

Plusieurs chercheurs ont étudiés les liens entre les caractéristiques du conseil d'administration et la diffusion d'information par l'entreprise (Ho et Wong, 2001; Gul et Leung, 2004; Qu et Leng, 2006; Barako, Hancock et Izan 2006³⁴) mais ce lien n'est pas clair dans la littérature. En effet, dans l'étude de Ho et Wong (2001) le lien entre l'indépendance du conseil et la diffusion d'information n'est pas significatif et contrairement aux attentes, ce lien est négatif dans les études d'Eng et Mak (2003) et de Barako et al.(2006). Cependant l'existence d'un comité de vérification semble affecter favorablement la diffusion d'information (Ho et Wong, 2001; Barako et al., 2006).

2.2.3. Le coût du capital et le changement de la réglementation

- Le coût du capital; indicateur financier :

L'objectif derrière la mise en place des mécanismes de gouvernance est la création et la préservation des richesses des actionnaires (Agrawal et Knober, 1996). L'un des moyens de créer la richesse pour les actionnaires est d'obtenir les capitaux à un moindre coût (Naciri, 2006) et donc de minimiser le taux de rendement requis par les investisseurs ou le coût du capital.

³⁴ Ces études mettent en évidence les liens entre plusieurs mécanismes de gouvernance, comme la structure de propriété et la composition du conseil, et la diffusion volontaire de l'information.

La pertinence du coût du capital comme outil de mesure de la performance financière provient du modèle de base de son estimation ; le modèle d'évaluation de la valeur actuelle de l'entreprise qui se présente comme suit :

$$VA_0 = \sum_{t=1}^T \left(FM_t / (1+r)^t \right)$$

Avec ³⁵ :

VA_0 : valeur actuelle de l'entreprise.

FM : flux monétaires futurs.

r : le taux de rendement exigé par les investisseurs ou coût du capital avec : $r = (r_0 + p_i)$, r_0 le taux de rendement sans risque et p_i est la prime de risque exigée par les investisseurs.

Selon la formule d'actualisation, on constate que la valeur actuelle de l'entreprise est fonction à la fois des flux monétaires futurs, qu'elle est en mesure de générer et du taux de rendement exigé par ses fournisseurs de capitaux (créanciers et actionnaires). Pour maximiser la valeur de l'entreprise, les dirigeants cherchent donc à procurer les fonds à l'entreprise à un meilleur coût d'où l'importance de réduire le coût d'acquisition des capitaux.

Le coût du capital, à la différence du ROA/ROE et Tobin's Q, comme mesure de la performance financière, n'est pas une mesure comptable et donc exempt de tous les biais inhérents à l'information comptable (comme la non-prise en compte des actifs intangibles, l'utilisation du coût historique ou encore le choix de méthodes comptables). Le coût du capital se base sur les données financières et sur l'appréciation des investisseurs du risque de l'entreprise. En effet, le coût du capital a récemment été utilisé par Khurana et Raman (2006) pour mesurer la confiance des investisseurs sur le marché et c'est ce qui correspond le mieux au contexte de cette étude caractérisé par une baisse de confiance des marchés associée à une baisse des rendements économiques (Brown, 2006).

³⁵ Pour plus de détail voir Boubakri et al. (2005).

- Impact du renforcement de la réglementation sur le coût du capital :

Le marché financier canadien a connu des changements majeurs à partir de l'année 2000 aussi bien au niveau légal et institutionnel qu'au niveau de son fonctionnement (Carnaghan et Gunz, 2007). En effet, plusieurs études ont démontré que les institutions et les lois réglementant le marché financier sont associées à son développement (LaPorta, Lopez-De-Silanes, Shleifer et Vishny, 1997, 2006).

L'idée de base derrière ces recherches est qu'un système légal qui remplit bien ses fonctions, protège les investisseurs externes, ce qui en retour contribue à améliorer la capacité de la firme à augmenter son financement externe et à exploiter ses opportunités de croissance. En effet et comme le soulignent Hail et Leuz (2006), la forte protection des investisseurs externes limite leur expropriation par les dirigeants.

Plusieurs études mettent aussi en évidence le lien entre le renforcement de la réglementation et le coût du capital³⁶ exigé par les investisseurs sur le marché des capitaux (Hail et Leuz, 2006³⁷; Himmelberg, Hubbard et Love, 2004³⁸). De leur côté, Bhattacharya et Daouk (2002) démontrent que le renforcement de la réglementation relative au délit d'initié engendre une baisse du coût du capital. Aussi dans une étude récente, Li (2010) montre que l'adoption obligatoire des normes comptables internationales (IFRS) dans le contexte européen est associée à une baisse du coût du capital.

Les différentes recherches citées mettent en évidence l'impact du renforcement de la réglementation sur le coût du capital mais à notre connaissance, le lien entre le renforcement de la réglementation relative à la gouvernance en général et au conseil d'administration en particulier et le coût du capital n'a pas encore fait d'objet d'étude.

³⁶ Le coût du capital, selon Botosan et Plumlee (2005), est le taux d'actualisation que le marché applique aux cash-flows futurs attendus de l'entreprise pour arriver au prix actuel de l'action. Il représente le rendement exigé en fonction du risque de l'entreprise tel que perçu par les investisseurs.

³⁷ Réglementation relative à la divulgation et le coût du capital.

³⁸ Réglementation relative à la protection des investisseurs et le coût du capital.

2.3 Hypothèses de la recherche

Le marché financier canadien a connu plusieurs changements à partir de l'année 2000 (Carnaghan et Gunz, 2007). Le début des années 2000 est caractérisé par une série de scandales financiers qui ont ébranlé la confiance des investisseurs, nécessitant l'intervention des lois et organismes de réglementation pour renforcer plusieurs aspects relatifs à la gouvernance des entreprises cotées. Ces événements ont occasionné des changements au niveau de la réglementation des pratiques de gouvernance des entreprises canadiennes qui ont touché en premier lieu le conseil d'administration et ses comités³⁹.

L'objectif de cette recherche est d'étudier les liens entre les caractéristiques du conseil d'administration et ses comités et le coût du capital des entreprises canadiennes, d'examiner l'impact, sur ce lien, du changement de la réglementation survenu en 2005 et finalement de déterminer à quel point ce lien est affecté par la différence entre la réglementation canadienne et la réglementation américaine.

Plusieurs auteurs, tels et que Fama et Jensen (1983), Charreaux (1997) et Naciri (2010), considèrent le conseil d'administration comme l'un des plus importants mécanismes de contrôle interne. Le conseil d'administration, aidé par ses comités, est chargé de surveiller et de contrôler la gestion de l'entreprise. De part son pouvoir conféré par les actionnaires, il a la responsabilité de recruter, de congédier les dirigeants (Jensen, 1993).

Il s'agit de l'organe principal de contrôle des dirigeants d'où son importance dans l'influence de la perception qu'ont les investisseurs de la gouvernance de l'entreprise.

³⁹ Règlement 52-110 qui touche le comité de vérification et l'instruction générale 58-201 relative aux pratiques exemplaires de gouvernance (les mêmes règlements sont adoptés par l'autorité des marchés financiers et la commission des valeurs mobilières de l'Ontario).

- Hypothèse 1 : Hypothèse relative au lien entre les caractéristiques du conseil et le coût du capital des entreprises canadiennes :

Selon Agrawal et Knoeber (1996) la détermination du niveau d'utilisation des mécanismes internes de gouvernance est décidée dans l'entreprise de façon à maximiser la valeur de celle-ci. La mise en place de ces mécanismes, à la tête desquels se place le conseil d'administration, vient dans l'objectif de garantir les droits des actionnaires, de diminuer leur risque d'être dépossédés de leur avoir dans l'entreprise (Parrat, 1999) et d'assurer un meilleur rendement (Shliefer et Vishny 1997). On peut donc s'attendre à un lien entre les caractéristiques du conseil et le rendement exigé par les investisseurs traduit à travers le coût du capital, d'où notre hypothèse⁴⁰ :

H_{1a} : les caractéristiques du conseil d'administration prises individuellement, telles que la taille, l'indépendance et la non-dualité du président, sont reliées au coût du capital exigé par les investisseurs sur le marché canadien.

La réglementation canadienne, introduite en 2004 et 2005, a surtout mis l'accent sur l'amélioration des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités. L'instruction générale 58-201, suggère aux entreprises d'avoir un conseil dont la majorité des membres sont indépendants ainsi qu'un président indépendant, d'avoir un code d'éthique et une charte écrite définissant le rôle et les responsabilités du conseil.

Cette instruction propose aussi aux entreprises d'avoir des réunions entre membres indépendants du conseil, de procéder à une évaluation périodique et d'offrir une formation continue aux membres du conseil.

Cette intervention des autorités des marchés financiers suppose implicitement que le marché financier réagit favorablement à l'amélioration des mécanismes internes de gouvernance⁴¹.

⁴⁰ Les liens entre les caractéristiques du conseil d'administration et la performance financière ne font pas objet de consensus d'où le choix d'émettre une hypothèse non directionnelle.

⁴¹ Voir paragraphe 1 de l'instruction générale 58-201 qui énonce l'objectif de la réglementation.

On peut donc s'attendre à ce que l'amélioration au niveau des caractéristiques du conseil affecte le risque des investisseurs et conduit en l'occurrence à une variation au niveau de la prime de risque exigée au niveau du coût du capital, d'où notre hypothèse⁴² :

H_{1b} : L'ensemble des caractéristiques du conseil d'administration suggérées par la loi canadienne est relié au coût du capital exigé par les investisseurs sur le marché financier.

La réglementation canadienne, faisant la réforme de la gouvernance, mettait une emphase particulière sur l'importance du rôle joué par le comité de vérification et fait l'exception en ce qui a trait à ce comité. En effet, le règlement 52-110, relatif au comité de vérification, est d'application obligatoire contrairement au reste de la réglementation relative au conseil d'administration. Selon ce même règlement, le comité de vérification est chargé de⁴³ :

« surveiller les processus comptables et de communication de l'information financière de l'émetteur et les vérifications, par son vérificateur externe, de ses états financiers ».

L'une des responsabilités du conseil d'administration est de s'assurer que le système de contrôle interne est en mesure de sauvegarder les biens de l'entreprise. Cette responsabilité est déléguée au comité de vérification.

Le rôle de ce comité est d'assister le conseil d'administration dans le contrôle de l'organisation et notamment de veiller à l'intégrité des états financiers, de sélectionner et superviser le travail des auditeurs externes et de revoir le système de gestion des risques de l'entreprise (Naciri, 2010).

La réglementation canadienne confère un rôle important de surveillance, de détection et de prévention de la fraude à ce comité⁴⁴ ce qui devrait réduire le risque des actionnaires et améliorer la qualité de l'information qu'ils reçoivent de l'entreprise. Une fois sa tâche bien accomplie, le comité de vérification permet à l'entreprise d'avoir une meilleure qualité de l'information et une meilleure détection des risques.

⁴² Comme c'est l'une des premières études qui mettent en évidence le lien entre le conseil d'administration et le coût du capital, on a choisi d'émettre une hypothèse non directionnelle.

⁴³ Règlement 52-110 partie 1 définition et champ d'application.

⁴⁴ Instruction générale 52-110.

Selon Naciri (2010) le comité de vérification doit assurer l'implantation et le maintien d'un contrôle interne, d'une divulgation financière et d'un système de gestion des risques qui sont adéquats pour l'entreprise. Les risques, la divulgation de l'entreprise ainsi que les fraudes sont reliés au coût du capital de l'entreprise. Le comité de vérification, dans l'accomplissement de son rôle de prévention de détection de la fraude, de contrôle de la divulgation et du système de gestion des risques agit nécessairement sur le risque de l'entreprise. En effet, l'étude de Anderson, Mansi et Reeb (2004) montre que la taille et l'indépendance du comité de vérification sont reliées négativement au coût de la dette. Aussi, les résultats de Abbott, Park et Parker (2000) démontrent que les entreprises ayant un comité d'audit indépendant ont moins de risque d'être poursuivies pour des fraudes financières. De leur côté, Defond, Hann et Hu (2005) trouvent que le marché financier réagit favorablement à la nomination d'un expert financier parmi les membres du comité d'audit.

On peut s'attendre à ce que les caractéristiques du comité de vérification, qui affectent l'accomplissement de son rôle de supervision de la divulgation de l'information, de prévention et de détection des risques, soient reliées au coût du capital, d'où notre hypothèse :

H_{1c} : Les caractéristiques du comité de vérification pris individuellement, telles que la taille du comité et la présence d'un expert financier, sont reliées au coût du capital exigé par les investisseurs sur le marché canadien.

En plus des caractéristiques du comité de vérification étudiée dans la littérature, comme la taille, le degré d'indépendance du comité de vérification et la présence d'un expert financier (Defond et al., 2005; Anderson et al. 2004), la réglementation canadienne rend obligatoire l'indépendance totale de ce comité, un nombre minimal de trois membres et la présence d'un mandat écrit. On peut s'attendre à ce que l'ensemble de ces caractéristiques affecte le rôle du comité de détection des fraudes et des risques et de supervision de la divulgation d'information d'où l'impact sur le coût du capital :

H_{1d} : L'ensemble des caractéristiques du comité de vérification, tel qu'énoncées par la réglementation canadienne, est relié au coût du capital.

- Hypothèse 2 : Hypothèse relative aux changements associés au changement de la réglementation :

Les mécanismes de gouvernance sont mis en place pour garantir les droits des actionnaires. Plus ces mécanismes sont efficaces dans l'atteinte de leur objectif, plus le risque des investisseurs d'être dépossédés diminue (Parrat, 2003) et plus la prime de risque exigée et le coût du capital sont à la baisse (Donker et Zahir, 2008).

Le changement de la réglementation relative au conseil d'administration et ses comités est un événement qui a touché directement les entreprises canadiennes cotées, les obligeant à effectuer des restructurations. Plusieurs études démontrent en effet une réduction du coût du capital suite à un renforcement de la réglementation (Hail et Leuz, 2006; Himmelberg et al., 2004; Bhattacharya et Daouk, 2002). On peut s'attendre à ce que le changement des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités des entreprises canadiennes soit suivi d'un changement au niveau du lien entre les caractéristiques du conseil et le coût du capital d'où les hypothèses suivantes ⁴⁵:

H_{2a} : Le changement de la réglementation affecte le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital des entreprises canadiennes.

Comme le changement de la réglementation touche en particulier le comité de vérification et rend obligatoires certaines caractéristiques, comme l'indépendance, la taille minimale de trois membres ou encore la présence d'un expert financier⁴⁶, on s'attend à ce que :

H_{2b} : le changement de la réglementation affecte le lien entre les caractéristiques du comité de vérification et le coût du capital.

⁴⁵ Comme c'est l'une des premières études qui mettent en évidence le lien entre le conseil d'administration et le coût du capital, on a choisi d'émettre une hypothèse non directionnelle.

⁴⁶ Règlement 52-110.

- Hypothèse 3 : Hypothèse relative à la différence entre la réglementation canadienne et la réglementation américaine :

Malgré des similitudes dans le contexte légal et la proximité géographique, le contexte canadien se distingue par rapport au contexte américain par plusieurs caractéristiques au niveau de la gouvernance.

Les sociétés canadiennes ouvertes se caractérisent, comparativement aux entreprises américaines, par un actionnariat plus concentré ainsi que par une séparation de la propriété et du droit de vote (Morck, 2000). Cette différence dans la structure de propriété peut engendrer des conseils d'administration ayant des caractéristiques différentes.

Au niveau américain, la réglementation relative au conseil d'administration et ses comités, instauré par la loi SOX et entrée en vigueur en 2002, est d'application obligatoire alors qu'au niveau canadien seule la partie de la réglementation relative au comité de vérification est d'application obligatoire (IG 52-110) et ce à partir de 2005.

Les réglementations canadiennes et américaines de la gouvernance présentent aussi des différences à plusieurs niveaux notamment la date d'entrée en application et les exigences obligatoires quant aux caractéristiques du conseil d'administration. Contrairement à la loi américaine Sarbane-Oxley, au niveau canadien, l'application de l'instruction générale (IG) 58-201, relative aux caractéristiques du conseil, est soumise au libre choix des entreprises d'où l'intérêt d'observer l'impact de cette différence au niveau du coût du capital.

Le tableau 2.2 présente une comparaison des certaines caractéristiques du conseil d'administration et du comité de vérification telles que introduites par la réglementation canadienne et américaine. On peut remarquer qu'au niveau du conseil d'administration, la réglementation canadienne apporte plus de précisions quant aux caractéristiques du conseil. Au niveau du comité de vérification par contre on peut remarquer que les exigences des deux réglementations sont très similaires.

Une partie des entreprises cotées à la bourse de Toronto sont aussi cotées à la bourse de New York et sont soumises à cette double réglementation. Vu les différences entre la réglementation américaine et canadienne ainsi que la différence d'approche adoptée dans chaque pays, on peut s'attendre à ce que :

H_{3a}: Il existe une différence dans le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital entre les entreprises soumises à la double réglementation et celles qui sont soumises uniquement à la réglementation canadienne.

Au niveau du comité de vérification, l'approche de la réglementation canadienne est similaire à celle américaine. Le règlement 52-110, relatif au comité de vérification est d'application obligatoire comme l'est la loi SOX aux États-Unis. Aussi les caractéristiques requises de ce comité sont très proche aussi bien au niveau canadien qu'américain (voir tableau 2.2). Vu cette similitude, on s'attend à ce que l'impact sur le coût du capital soit le même aussi bien pour les entreprises qui sont cotées sur le marché canadien uniquement que celles qui sont en plus cotées sur le marché américain, d'où notre hypothèse :

H_{3b}: Il n'existe aucune différence dans le lien entre les caractéristiques du comité de vérification et le coût du capital entre les entreprises soumises à la double réglementation et celles soumises uniquement à la réglementation canadienne.

Tableau
2.2 Similitudes et différences des réglementations canadiennes et américaines au niveau des caractéristiques du conseil et du comité de vérification

Caractéristiques du conseil et du comité de vérification	Loi SOX	Règlement 52-110	Instruction générale 58-201
Au niveau du conseil :			
Indépendance du conseil	*		*
Indépendance du président			*
Non dualité			*
Existence d'une charte écrite définissant le rôle du conseil	*		*
Code d'Éthique	*		*
Réunion des indépendants			*
Formation continue des administrateurs			*
Évaluation périodique des membres du conseil			*
Au niveau du comité de vérification :			
Nombre minimal de trois membres		*	
Indépendance total	*	*	
Charte écrite	*	*	
Expertise financière	*	*	

2.4 Conclusion

Les derniers changements de la réglementation canadienne⁴⁷ en matière des pratiques de gouvernance des entreprises cotées, ont touché en premier lieu le conseil d'administration et ses comités. Cependant, la littérature offre peu de preuves quant à l'impact des caractéristiques du conseil d'administration ou encore du renforcement de la réglementation relative à ces derniers sur le coût du capital.

⁴⁷ Règlement : 52-110 et instruction générale : 58-201.

Le coût du capital est un indicateur pertinent pour traduire la réaction du marché boursier canadien suite à l'application des pratiques de gouvernance apportées par la réglementation canadienne vu qu'il comprend, entre autres, une prime de risque exigée par les investisseurs et que l'objectif de la réglementation vise l'amélioration des pratiques de gouvernance dans le but de rassurer les investisseurs et de protéger leur investissement, ce qui suppose de réduire leur risque.

Le conseil d'administration joue un rôle très important de sauvegarde des droits des actionnaires. Il est élu par ces derniers afin de superviser les dirigeants, de veiller à leur intérêt à long terme (Naciri, 2008) et de s'assurer que les droits des actionnaires sont bien préservés. L'autorité du conseil lui est conférée par les actionnaires.

En représentant leurs intérêts, le conseil apparaît comme le mécanisme privilégié chargé de discipliner les dirigeants (Charreaux, 1997). Le conseil d'administration est aidé dans sa mission de contrôle et de supervision des dirigeants par plusieurs comités dont le comité de vérification. Selon Naciri (2010) le comité de vérification doit assurer l'implantation et le maintien d'un contrôle interne, d'une divulgation financière et d'un système de gestion des risques, incluant la prévention et la détection des fraudes, qui sont adéquats pour l'entreprise.

Les risques, la divulgation de l'entreprise ainsi que les fraudes sont reliés au coût du capital de l'entreprise. On peut donc s'attendre à ce que le comité de vérification dans l'accomplissement de son rôle agisse sur le risque de l'entreprise et donc sur le coût du capital.

Dans la littérature, le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital n'a pas encore fait l'objet d'étude. Cependant, le coût du capital est considéré par certains chercheurs comme mesure de la confiance des investisseurs (Khuran et Raman, 2006). La mise en place de l'instruction générale 58-201 vient dans l'objectif de « soutenir la confiance »⁴⁸ des investisseurs, d'où les liens qu'on peut établir entre l'application des pratiques suggérées par l'instruction et le coût du capital.

⁴⁸ Instruction générale 58-201, partie I, Objet et champ d'application.

Les différentes recherches qui se sont intéressées à la relation entre les caractéristiques du conseil et la performance de l'entreprise sur le marché financier aboutissent à des résultats mitigés, ce qui indique que la voie est encore entrouverte à d'autres recherches comme la nôtre.

Ainsi cette étude vise à tester trois principales hypothèses; la première relative à la nature du lien attendu entre le coût du capital et les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités, la deuxième relative aux conséquences du changement de la réglementation sur ce lien et la troisième consacrée à l'impact de la différence de la réglementation sur ce lien.

Afin de tester nos hypothèses de recherche nous avons utilisé un échantillon de firmes canadiennes cotées sur la bourse de Toronto. Le détail de la méthodologie employée est présenté dans le chapitre suivant.

CHAPITRE III

MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

3.1 Introduction

L'objectif de la recherche est d'étudier les liens entre les caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital des entreprises canadiennes, d'examiner l'impact du changement de la réglementation relative à la gouvernance au niveau canadien et de la différence entre cette réglementation canadienne et la réglementation américaine sur ce lien.

Pour réaliser notre objectif de recherche, nous avons eu recours à un échantillon de firmes canadiennes cotées à la bourse de Toronto et soumises aux exigences canadiennes en matière de gouvernance. Parmi les entreprises de l'échantillon, une partie est aussi soumise à la réglementation américaine de part leur cotation. Cette caractéristique de l'échantillon permet d'effectuer des comparaisons entre les entreprises au niveau du conseil d'administration.

Pour mesurer les caractéristiques du conseil et de ses comités, deux approches de mesure sont utilisées. Une première approche traditionnelle, qui reprend des mesures déjà utilisées dans la littérature telles que la taille du conseil, son indépendance, la non dualité et l'indépendance du président, la taille du comité de vérification et la présence d'un expert de ce comité.

Une deuxième approche qui suit les dernières avancées en matière de mesure des attributs de la gouvernance et qui est basée sur un indice de mesure global⁴⁹. L'indice utilisé dans cette étude est spécialement conçu pour le contexte et les besoins de l'étude.

⁴⁹ Cette approche est de plus en plus utilisée dans la littérature. Elle a débuté avec les travaux de Gompers et al. (2003). Bhagat et al. (2008) présentent une analyse et discussion plus complète de cette approche.

Ce chapitre est organisé comme suit : la deuxième section est consacrée à l'échantillon, la troisième section expose les modèles de recherche et la quatrième section est relative à la mesure des variables.

Les cinquième, sixième et septième sections traitent respectivement de la collecte et des disponibilités données, des sources de données et de la conclusion.

3.2 Échantillon

L'échantillon choisi, pour la réalisation de l'étude, est un échantillon d'entreprises canadiennes faisant partie de l'indice S&P/TSX 300. Les actions des entreprises composant cet indice couvrent près de 95% des actions transigées sur le marché canadien⁵⁰.

L'échantillon initial est composé par 139 entreprises du TSX 300 cotées à la bourse de Toronto durant les années 2004, 2005 et 2006. Les entreprises cotées à la bourse de Toronto sont soumises à la réglementation canadienne en matière de gouvernance mais aussi, pour certaines d'entre elles qui sont cotées dans le marché américains, à la réglementation américaine ce qui permet de comparer les caractéristiques de leurs conseils d'administration et comités.

La période de collecte de données couvre les années 2004 à 2006. Sachant que la réglementation canadienne relative à la gouvernance est entrée en vigueur en 2005, la période choisie permet d'observer les changements possibles suite à l'entrée en vigueur de la réglementation.

3.3 Modèles de recherche

En premier lieu, et pour tester le lien entre le coût du capital et les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités des entreprises faisant partie de l'échantillon, on a utilisé un modèle à une équation (voir modèle 1).

⁵⁰ Source : www.indices.standardandpoors.com.

Modèle 1 à équation simple ⁵¹ :

$$CC = \beta_0 + \beta_1 CA + \beta_2 AI + \beta_3 Dette + \beta_4 US + \beta_5 Secteur + \beta_6 Taille + \beta_7 B\acute{E}TA + \varepsilon_1$$

Avec :

CC : coût du capital mesuré par la formule d'Ohlson et Juettner-Nauroth (2005) ⁵².

CA : caractéristiques du conseil et de ses comités ⁵³.

AI : asymétrie d'information mesurée par le ratio market to book ratio [valeur boursière par valeur comptable nette].

Taille : logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise durant l'année de l'analyse.

US : prend la valeur 1 si l'entreprise est soumise à la réglementation américaine et 0 si non.

Secteur : secteur d'activité de l'entreprise tel que défini sur SEDAR. On a identifié 9 secteurs codés de 1 à 9.

Dette : ratios d'endettement [dettes L.T. /total des actifs].

Bêta : le risque de l'entreprise comparé au risque du marché mesuré par la sensibilité du prix de l'action de l'entreprise par rapport à la variation des prix sur le marché.

βi : coefficients des variables explicatives.

εi : erreur du modèle.

L'endogénéité des variables explicatives relatives à la mesure des mécanismes de gouvernance tel que le conseil d'administration est largement répandue dans la littérature (Bhagat et Jefferis, 2002). Plusieurs recherches sur le conseil d'administration (Bhagat et Jefferis, 2002; Bhagat et Black, 2000; Agrawal et Knober, 1996) ont révélé d'une part l'interrelation entre les caractéristiques du conseil et d'autres mécanismes de gouvernance en place et d'autre part le caractère non exogène ⁵⁴ de certaines caractéristiques comme la taille

⁵¹ L'ensemble des définitions et mesures des variables ainsi que l'utilisation de ces dernières dans la littérature sont exposés dans le tableau 3.1 à la fin du chapitre.

⁵² Il est à signaler que cette mesure du coût du capital ne prend en considération que le coût des fonds propres ou des capitaux propres et non le coût moyen du capital qui comprend en plus le coût de la dette.

⁵³ La mesure des différentes caractéristiques est détaillée dans la section mesure des variables.

⁵⁴ Une variable explicative est dite non-exogène ou encore endogène quant elle peut être expliquée à son tour par d'autres variables explicatives.

et l'indépendance du conseil. L'utilisation de la méthode de régression linéaire simple n'est plus adaptée dans ce cas vu que l'hypothèse d'indépendance des variables explicatives et des erreurs n'est pas respectée et que les coefficients obtenus sont biaisés (Gujarati, 2004).

Dans ce cas la méthode des équations simultanées est la plus adaptée, puisqu'elle reconnaît l'endogénéité des variables explicatives et résout le système à travers l'instrumentation de celles-ci. On utilise le test d'Hausman pour détecter cette endogénéité possible de certaines caractéristiques du conseil, en premier lieu. Si le test est concluant et que l'endogénéité est confirmé, on fera appel à un modèle à équations simultanées pour :

- Expliquer le coût du capital par les caractéristiques du conseil et d'autres variables révélées pertinentes dans la littérature.
- Expliquer les caractéristiques du conseil par les variables explicatives pertinentes, comme le montre le modèle 2 qui suit :

Modèle 2 à équations simultanées :

$$\begin{cases} CC = \beta_0 + \beta_1 CA + \beta_2 AI + \beta_3 Dette + \beta_4 US + \beta_5 Secteur + \beta_6 Taille + \varepsilon_2 \\ CA = \alpha_0 + \alpha_1 Taille + \alpha_2 Audit + \alpha_3 US + \alpha_4 Dette + \alpha_5 secteur + \alpha_6 Roa + \varepsilon_3 \end{cases}$$

Avec :

Équation 1 :

CC : coût du capital mesuré par la formule d'Ohlson et Juettner-Nauroth (2005).

CA : caractéristiques du conseil et de ses comités.

AI : asymétrie d'information; market to book ratio. [Capitalisation boursière par valeur comptable nette de l'entreprise].

Secteur : secteur d'activité de l'entreprise.

Taille : logarithme des ventes de l'année de l'analyse.

US : prend la valeur 1 si l'entreprise est soumise à la réglementation américaine et 0 si non.

Dette : ratios d'endettement [dettes L.T. /total des actifs].

Équation 2 :

Audit : prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un des grands cabinets d'audit (Ernest and Young, Deloitte & Touche, KPMG, Price Waterhouse and Cooper) et 0 si non.

Dettes : ratios d'endettement [dettes L.T. /total des actifs].

Secteur : secteur d'activité de l'entreprise.

Taille : logarithme des ventes de l'année de l'analyse.

US : prend la valeur 1 si l'entreprise est soumise à la réglementation américaine et 0 si non.

ROA : return on assets; rendement des actifs de l'entreprise.

β_i : coefficients des variables explicatives du coût du capital.

α_i : coefficients des variables explicatives de l'indice de gouvernance.

ε_i : erreurs des modèles.

En premier lieu, nous envisageons de tester l'endogénéité de chacune de nos variables dépendantes relatives aux caractéristiques du conseil pour ensuite utiliser, au besoin, un modèle à équations simultanées (voir modèle 2).

Le modèle est solutionné par la méthode des doubles moindres carrés (2SLS) et ce, vu que l'utilisation des moindres carrés ordinaires en présence d'endogénéité des variables explicatives n'est pas pertinente et engendre des coefficients erronés (Bhagat et Jeffiris, 2002; Greene, 2003).

3.4 Mesure des variables

3.4.1 Mesure du coût du capital

Pour la mesure du coût du capital on se base principalement sur les travaux de Botosan et Plumlee (2005) qui ont comparé les différentes mesures utilisées dans la littérature pour estimer le coût du capital. L'une des meilleures estimations qu'ils retiennent est (R pegprem) ou l'estimation provenant de la méthode du rendement par action. Cette méthode d'estimation a été retenue vu qu'elle représente l'une des estimations les plus stables et la mieux reliée aux risques du marché, au levier financier, au risque informationnel, à la taille, à la croissance et à l'endettement des entreprises selon les analyses de Botosan et Plumlee (2005).

Cette estimation du coût du capital, (R pegprem) qui ressort suite à l'analyse de Botosan et Plumlee (2005) est celle basée sur les travaux d'Ohlson et Juettner-Nauroth (2005) et opérationnalisée par Easton (2004). Elle suppose que la croissance anormale des rendements est nulle au-delà de l'horizon d'estimation. L'utilisation de cette méthode d'estimation est largement répandue dans la littérature et a été utilisée par plusieurs chercheurs (Seow, Shangguan et Vasudevan, 2006; Khurana et Raman, 2006; Botosan et Plumlee, 2005; Ohlson et Juettner-Nauroth, 2005; Easton, 2004)⁵⁵.

La méthode d'estimation (R pegprem) est basée sur la formule d'actualisation des dividendes qui se présente comme suit :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} (1+r)^{-t} E_0(dps_t)$$

Avec :

P_0 : le prix au temps $t = 0$.
 r = estimation du coût du capital.
 E_0 : espérance.
 dps : dividende par action.

Suite à la simplification de la formule précédente, (R pegprem) ou la méthode du rendement par action, retenue pour l'estimation du coût du capital, est calculée selon la formule suivante:

$$r_{PEG} = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{P_0}}$$

Avec :

⁵⁵ L'une des principales limites de l'utilisation de cet estimateur du coût du capital c'est qu'il se base, entre autres, sur les prévisions des analystes des rendements réalisés à 12 et 24 mois de la date d'intérêt ($eps_2 - eps_1$). Le problème est accentué par l'aspect prévisionnel des rendements réalisés et du risque d'erreurs dans les prévisions des analystes (Hail et Leuz, 2006). À notre connaissance, dans la littérature aucune solution ou remède à cette limite ne s'est encore proposée. L'autre limite inhérente à l'utilisation de cette formule c'est qu'elle suppose au niveau de son dénominateur (p_0) l'efficacité du marché financier.

r_{PEG} : estimation du coût du capital.

eps ; prévisions des analystes relatives au rendement par action à un et deux ans d'intervalle de la date d'intérêt.

P_0 : prix de l'action à la date de l'analyse.

Le coût du capital ainsi estimé comprend une composante relative au taux sans risque et une composante relative au risque spécifique de l'entreprise (Botosan, 2006). Cette estimation mesure uniquement le coût des fonds propres et non le coût moyen pondéré du capital qui comprend une composante supplémentaire relative au coût de la dette.

3.4.2. Mesure des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités

Pour mesurer les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités, plusieurs variables ont été retenues. Un premier ensemble de variables de mesures directes telles que la taille, l'indépendance du conseil, l'indépendance et la non-dualité du président sont utilisées. Un deuxième ensemble de variables de mesure plus agrégées est aussi utilisé dans l'objectif d'avoir une mesure basée sur un indice, plus globale des caractéristiques du conseil et de ses comités.

L'avantage de l'utilisation des indices de mesure c'est qu'ils fournissent une mesure plus globale et permettent une comparabilité entre les entreprises (Bhagat, Bolton et Romano, 2008). À l'instar de plusieurs recherches dans la littérature (Gompers et al., 2003; Defond, Hann et Hu, 2005; Bhagat et Bolton, 2008), un indice de mesure est utilisé dans le cadre de cette étude.

Pour décider de l'utilisation et de l'élaboration de l'indice de mesure dans cette recherche, on a analysé en premier lieu les indices disponibles et utilisés dans la littérature ayant une composante relative au conseil d'administration, pour ensuite décider de l'élaboration d'un indice spécifique pour les besoins et le contexte de la recherche, comme le montrent les deux prochains paragraphes.

- **Les indices de mesure des caractéristiques du conseil utilisés dans la littérature :**

Certains organismes ont établi des mesures de la qualité de la gouvernance des entreprises telles que l'ISS (Institutional Shareholder Services) et le Globe and Mail. D'autres indices sont élaborés par des chercheurs comme celui de Gompers, Ishii, et Metrik (2003) qui a été le premier élaboré spécifiquement pour la recherche et le plus repris dans la littérature.

Une analyse comparative des différents indices de mesure cités et de l'indice utilisé dans le cadre de cette étude est présentée en annexe (Appendice A).

Dans ce qui suit, nous faisons un recensement de la littérature des indices, contenant une ou plusieurs sections relatives au conseil d'administration, tout en exposant les avantages et les limites de chacun des indices utilisés afin de motiver l'élaboration d'un indice de mesure spécifique.

- Indice de gouvernance de Gompers, Ishii, et Metrik (2003) :

L'approche de mesure des attrait de la gouvernance corporative a débuté avec l'étude de Gompers, Ishii, et Metrik (2003). Depuis, plusieurs indices ont été utilisés dans la littérature afin de mesurer les différentes caractéristiques de la gouvernance qui se sont directement inspirés de l'indice de Gompers et al. (2003)⁵⁶.

Il s'agit d'un des rares indices élaborés pour la recherche mais pour les entreprises dans le contexte américain uniquement. Il reprend les caractéristiques de la gouvernance ainsi que les éléments des contrats des dirigeants, ce qui excède les besoins de cette étude. Cet indice a été utilisé par d'autres chercheurs tels que Defond, Hann et Hu (2005) ou encore Bhagat et Bolton (2008).

Gompers et al. (2003) ont accordé un point pour chaque mesure qui garantit les droits des actionnaires et qui contrôle le dirigeant, par exemple : indépendance du comité d'audit,

⁵⁶ À titre d'exemple, on peut citer l'indice de Brown et Caylor (2006). Pour un recensement plus exhaustif des différentes études utilisant des indices de mesure de la gouvernance, voir Bhagat et al. (2008).

comité de rémunération, indépendance du conseil d'administration, non dualité du président, indépendance des comités, présence d'experts financiers dans les comités, réglementation des opérations entre administrateurs et l'entreprise.

L'indice de Gompers et al. (2003) est spécifiquement élaboré pour les besoins de leur recherche mais dans le contexte américain. Il comprend certains éléments de la gouvernance qui dépassent les besoins de la présente étude, tels que les contrats des dirigeants, comme il ne tient pas compte de tous les aspects de l'apport de la réglementation canadienne concernant le conseil d'administration. Pour ces raisons et malgré le fait que cet indice demeure une importante référence, on ne peut l'utiliser pour les besoins de cette étude.

- Le Globe and Mail corporate governance rating:

Le Globe and Mail corporate governance rating est un indice qui comporte plusieurs critères de mesure de la gouvernance de l'entreprise en générale. Il comporte une section relative à la structure du conseil. Les éléments de l'indice ont des poids différents. La base sur laquelle le poids de l'élément est attribué n'est pas spécifiée. Aussi les critères de mesure ont changé durant la période de notre étude entre 2005 et 2006.

Beaucoup de points sont inclus dans cet indice et qui ne font pas partie des pratiques exemplaires de gouvernance de l'IG-58-201 tels que la divulgation de l'âge des directeurs ou de leur rémunération encore présents dans les réunions du conseil. La loi canadienne a apporté beaucoup plus que l'indice au niveau du conseil d'administration et de ses comités, comme l'existence d'un code d'éthique et d'une charte écrite du conseil. Par-contre l'indice Globe and Mail englobe d'autres règlements que l'IG-58-201 et 52-110 notamment celui relatif à la divulgation.

Très peu d'informations sont disponibles concernant les personnes qui élaborent cet indice ainsi que l'objectif dans lequel l'indice ou le classement globe and mail est élaboré. Cet indice élaboré pour des besoins autres que ceux de la recherche est instable dans le temps, et ne permet donc pas de faire le suivi de l'évolution des caractéristiques du conseil d'administration durant la période de collecte de données de cette recherche.

- L'indice ISS-CGQ :

L'indice élaboré par l'Institutional Shareholder Services (ISS) est relatif à la gouvernance de plus de 35 000 entreprises dans 115 pays dont les entreprises canadiennes. Cet indice peut bien servir pour une comparaison internationale mais n'est pas tout à fait adapté au contexte canadien, vu qu'il ne tient pas compte de la spécificité de l'approche de réglementation canadienne.

Cet indice a connu un changement majeur au niveau des critères d'évaluation de la gouvernance en 2003 et 2005. Il n'existe donc pas de continuité ni de possibilité de comparaison entre 2004 et 2006 durant notre période d'étude. Ce qui nous amène à exclure l'utilisation de cet indice.

- L'indice Standard and Poor's (S&P) :

L'indice Standard and Poor's (S&P) s'arrête pour l'année 2005 (Epps et Cereola, 2007). Il comprend des catégories, des scores de 1 à 10 et les critères ne sont pas connus, ce qui rend difficile la comparaison des éléments de l'indice avec les éléments qu'on cherche à mesurer, à savoir les caractéristiques du conseil d'administration.

L'absence de données pour la totalité de la période d'étude à savoir les années 2004, 2005 et 2006 ainsi que la non disponibilité des critères utilisés rend difficile voir même impossible l'utilisation de cet indice.

- L'indice the corporate library (TCL) :

L'indice the corporate library comprend 120 critères groupés en 6 catégories pour 2 000 entreprises américaines uniquement. L'indice est spécifique au contexte américain. Il englobe plusieurs éléments qui dépassent les objectifs et la présente étude et sa notation des entreprises est non numérique de A à F ce qui rend difficile son utilisation.

Vu la non disponibilité des données et le peu de recherches qui ont utilisé ces bases de données on a choisi d'établir un indice de mesure des caractéristiques du conseil d'administration. Pour une analyse plus approfondie des apports et des limites de chacun des indices recensés dans la littérature voir l'appendice A en annexe.

Selon Bhagat, Bolton et Romano (2008), il n'existe pas un « meilleur » indice de mesure de la gouvernance mais la meilleure mesure dépend du contexte et des spécificités de l'entreprise. Rejoignant l'idée de Bhagat et al. (2008) et considérant les limites de chacun des indices dans la littérature, un indice est spécialement conçu pour les besoins de cette étude.

- Élaboration de l'outil de mesure des caractéristiques du conseil d'administration :

L'indice de mesure des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités est établi à l'instar de Gompers et al. (2003). Ces chercheurs ont accordé un point pour chaque mesure qui garantit les droits des actionnaires et qui contrôle le dirigeant. Gompers et al. (2003) ont accordé des points pour les éléments suivants : indépendance du comité d'audit, comité de rémunération, indépendance du conseil d'administration, non dualité du président, indépendance des comités, autres comités, présence d'experts financiers dans les comités. Pour établir l'indice utilisé dans cette étude, on a choisi un référentiel objectif adapté au contexte canadien. Il s'agit de l'instruction générale (IG) 58-201 et du règlement 52-110, adoptés par les autorités des marchés financiers au Canada.

L'IG 58-201 apporte des pratiques exemplaires de gouvernance comme l'indépendance du conseil ainsi que son président, la réunion des administrateurs indépendants et l'existence d'une charte écrite et d'un code de déontologie. L'apport de cette instruction est utilisé pour ressortir les points de conformité en ce qui concerne les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités (Voir appendice C contenant la grille de mesure).

L'indice est enrichi par l'apport du règlement 52-110 sur le comité de vérification, qui a apporté l'obligation de l'indépendance des vérificateurs externes ainsi que l'obligation d'avoir un comité d'audit indépendant. L'apport de cette instruction est utilisé pour faire ressortir les points de conformité concernant le comité d'audit et l'indépendance des différents membres du conseil et de ses comités.

L'apport de l'instruction générale 52-110 est appliqué afin de déterminer l'indépendance de chaque membre du conseil d'administration, des comités ainsi que du président du conseil⁵⁷.

– **Validation de l'outil de mesure des caractéristiques du conseil d'administration et la consultation des experts :**

Afin de réaliser les objectifs de la présente étude; à savoir de déterminer les liens des caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital des entreprises canadiennes et compte tenu des limitations des différents outils de mesure utilisés dans la littérature, un outil spécifique de mesure des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités est construit.

Afin de corroborer la pertinence des différents éléments de notre indice, nous avons eu recours à la consultation à des experts en finance et en marché financier. Un questionnaire a été adressé (voir Appendice B) à 13 professeurs de finance afin d'apprécier l'importance et le poids de chaque élément dans notre grille de mesure de 30 éléments élaborée à partir de l'instruction générale IG 58-201 et du règlement 52-110.

On a demandé aux participants d'accorder un poids allant de 0 à 2 pour chacun des éléments de la grille. Un poids de 0 indique que l'élément est sans importance; un poids de 1 indique que l'élément est important; un poids de 2 indique que l'élément est très important.

⁵⁷ Dans son paragraphe 1.4 intitulé indépendance, le règlement 52-110 établit clairement les conditions d'indépendance d'un des membres du comité d'audit, comme par exemple :

- Être membre de la haute direction durant les trois dernières années.
- Être membre de la famille d'un salarier ou d'un des membres de la haute direction durant les trois dernières années.
- Être un associé, un salarié ou encore un consultant de l'entreprise durant les trois dernières années.

Le questionnaire est envoyé et relancé par courriel. Sur les 13 questionnaires, 4 réponses valides ont été obtenues. Après collecte et analyse des réponses obtenues, on a pu avoir une grille d'éléments pondérés où chacun des 30 éléments a un poids qui varie, selon l'importance accordée par les experts (voir appendice C pour l'indice au complet avec la pondération accordée à chacun des éléments).

– **Désagrégation de l'indice de mesure :**

À partir de la grille de mesure des caractéristiques du conseil d'administration et de ses différents comités, on a pu dégager les différentes mesures suivantes :

- La totalité de l'indice : Il s'agit du total de la grille de mesure accordant 1 point pour chaque élément en conformité avec la réglementation canadienne 30 points de conformité avec l'IG 58-201 et le règlement 52-110 (Voir appendice C).
- La partie relative au conseil d'administration: 9 points de conformité avec l'IG 58-201.
- La partie obligatoire ou celle relative au comité d'audit : 5 points en conformité avec le règlement 52-110 d'application obligatoire.
- La partie volontaire : 25 points en conformité uniquement avec l'instruction générale 58-201. Il reprend tous les points de l'indice à l'exception des points apportés par le règlement 52-110.
- Le score épuré : La même grille est utilisée, sauf que le poids alloué à chacun des items est différent en fonction du poids moyen accordé par les experts financiers consultés. Les items dont le poids est inférieur à 1 sont éliminés⁵⁸.

3.4.3 Mesure des variables explicatives :

À la lumière de la littérature relative à la gouvernance et au coût du capital⁵⁹, les variables explicatives suivantes sont utilisées dans les modèles de régressions⁶⁰ :

⁵⁸ Le paragraphe 4.3 relatif au résultat de la recherche contient plus de détails concernant les scores élaborés.

- Ratio valeur boursière sur valeur comptable : Plusieurs auteurs soutiennent l'idée selon laquelle il existe une composante relative à l'asymétrie d'information dans le coût du capital (Scott, 1997; Botosan, 1997; Botosan et Plumlee 2001; Leuz et Verrecchia, 2000), pour ce, nous avons choisi d'introduire cette variable, qui est associée à la mesure de l'asymétrie d'information, dans les modèles utilisés.
- Bêta : Il s'agit du risque de l'entreprise comparé au risque du marché mesuré par la sensibilité du prix de l'action de l'entreprise par rapport à la variation des prix sur le marché. En effet, le coût du capital, est affecté par le risque spécifique de l'entreprise.
- Endettement : Mesuré par le ratio Dette à long terme par actif total. En plus d'être un mécanisme de gouvernance, la dette a un coût qui fait partie du coût du capital.
- Sec Listing : il s'agit, à travers l'utilisation de cette variable, de distinguer les entreprises faisant partie de l'échantillon et qui sont cotées sur la bourse américaine.
- Audit : Cette variable est utilisée, dans le cas d'utilisation d'un double moindre carré, pour l'instrumentation des variables endogènes.
- ROA : Cette variable est utilisée, dans le cas d'utilisation d'un double moindre carré, pour l'instrumentation des variables endogènes.

Comme plusieurs études relatives au coût du capital (McInnis 2010, Li, 2010; Yu et Wang, 2008; Seow, Shangguan et Vasudevan, 2006) on a choisi de contrôler pour la taille et le secteur des entreprises faisant partie de notre échantillon.

L'ensemble des variables explicatives utilisées est présenté dans le tableau 3.1.

⁵⁹ Le tableau 3.1 permet de citer différents auteurs qui ont utilisé les mêmes variables explicatives.

⁶⁰ Afin de déterminer si le comportement des entreprises était changé avec le temps et donc avec la mise en place des pratiques exemplaires de gouvernance nous avons utilisé deux nouvelles variables, binaire 1 et binaire 2. Après avoir fixé l'année 2005 comme année de référence, binaire 1 prend la valeur 1 si l'entreprise fait partie de l'échantillon de 2004. Binaire 2 quant à elle prend la valeur 1 si l'entreprise fait partie de l'échantillon de 2006. Les deux variables sont introduites dans les régressions seules ainsi qu'en interaction avec les variables explicatives d'intérêt comme la taille et le score du comité de vérification ou encore l'indépendance du conseil. Les résultats relatifs aux liens entre les différentes variables sont présentés dans le chapitre qui suit.

3.5 Collecte de données

Le marché financier canadien a connu des changements majeurs à partir de l'année 2000 aussi bien au niveau légal et institutionnel qu'au niveau de son fonctionnement (Carnaghan et Gunz, 2007). Afin de tenir compte des événements importants qui ont touché la gouvernance de l'entreprise ainsi que le marché financier canadien, les dates suivantes seront retenues :

2004 : après SOX et avant les changements de la réglementation canadienne de 2005⁶¹.

2005 : année du changement.

2006 : après le changement de la réglementation en 2005.

– Collectes de données relatives à la gouvernance :

Les données relatives à la gouvernance sont collectées directement des publications des entreprises sur SEDAR pour les années 2004 et 2006.

Les sources de ces données sont les circulaires de la direction, la notice annuelle et le rapport annuel de l'année étudiée.

– Collecte de données relatives au coût du capital :

Le coût du capital selon la méthode du rendement par action est calculé selon la formule d'Easton (2004) et qui se présente comme suit⁶² :

$$r_{PEG0} = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{p_0}}$$

Avec :

r_{PEG0} : estimation du coût du capital à la date d'intérêt 0.

⁶¹ Ce qui touche principalement le conseil d'administration sont le règlement 52-110 et l'IG 58-201.

⁶² La prime de risque exigée par le marché est égale au coût du capital moins le taux sans risque.

eps_i : prévisions des analystes relatives au rendement par action à 1 et deux ans d'intervalle de la date d'intérêt.

P_0 : prix de l'action à la date de l'analyse⁶³.

Le coût du capital à une date donnée est fonction du prix de l'action à la même date et de l'écart des rendements prévus par action durant les deux années suivantes. Cette mesure donne le coût des fonds propres de l'entreprise.

La formule impose des restrictions importantes lors de la collecte de données et de la sélection de l'échantillon. Comme il a été déjà signalé par plusieurs auteurs (Khurana et Raman, 2006; Botosan et Plumlee, 2005), les entreprises sélectionnées doivent avoir un écart positif des prévisions des rendements par action des deux années suivant la date d'intérêt c'est-à-dire $(eps_2 - eps_1)$ vu qu'on utilise la racine carrée du ratio $[(eps_2 - eps_1)/P_0]$ ⁶⁴.

Pour l'année 2004, par exemple, les données requises pour calculer le coût du capital d'une entreprise faisant partie de l'échantillon sont :

- Le cours moyen de l'action à la fin de l'année 2004⁶⁵.
- Le rendement moyen par action prévu par les analystes à la fin 2005.
- Le rendement moyen par action prévu par les analystes à la fin 2006.

3.6 Disponibilité et sources des données

Les données financières ainsi que l'auditeur et le secteur d'activité des entreprises faisant partie de l'échantillon sont extraits de la base de données Compustat, Compustat-global et Back data. Les données relatives à la gouvernance sont collectées dans les circulaires de la direction et de sollicitation de la procuration ainsi que les notices annuelles

⁶³ Dans le cas de cette étude, c'est le prix moyen fin 2004, fin 2005 et fin 2006

⁶⁴ Cette restriction implique l'exclusion de toutes les entreprises ayant un écart négatif entre les rendements estimés à un écart de un et de deux ans de la date d'analyse. Ceci a provoqué la réduction de la taille de l'échantillon par l'exclusion de ces entreprises-là. Il s'agit d'une limite inhérente à l'utilisation de cet estimateur du coût du capital. À notre connaissance, aucune mesure n'est proposée dans la littérature pour dépasser cette limite. Nos résultats ne peuvent être généralisés que pour les entreprises ayant un écart positif des rendements des actions à un intervalle de un et deux ans de la date d'analyse.

⁶⁵ Le cours moyen est appliqué pour limiter la volatilité et pour mieux correspondre au rendement estimé des analyses (Eps) qui est un rendement moyen.

publiées sur SEDAR. Les états financiers annuels sont consultés au besoin pour combler certaines informations manquantes.

3.7 Conclusion

L'estimation du coût du capital retenue est l'une des estimations les plus réalistes (Botosan et Plumlee, 2005) et les plus utilisées dans la littérature (Khurana et Raman, 2006; Seow, Shangguan et Vasudevan, 2006; Hail et Leuz, 2006; Ohlson et Juettner-Nauroth, 2005; Easton, 2004).

On a élaboré un indice pour mesurer les attributs du conseil d'administration en conformité avec la réglementation canadienne. Pour valider notre indice on a effectué une consultation des experts. Suite à l'administration et à la relance du questionnaire, quatre réponses ont été obtenues. La centralisation des réponses a permis de calculer un poids moyen de chacun des 30 éléments de l'indice de mesure.

Bhagat et al. (2008) soulignent deux limites inhérentes à tout indice de mesure. En premier lieu, les indices supposent que les critères d'évaluation de la gouvernance ne varient pas d'une entreprise à une autre. Ces critères ne sont pas donc spécifiques à l'entreprise. En deuxième lieu, les composantes d'un indice sont supposées complémentaires et ne peuvent se substituer.

La première limite ne peut s'appliquer à l'indice de cette étude, vu que l'objectif de son utilisation n'est pas d'évaluer les caractéristiques⁶⁶ mais plutôt de regrouper les caractéristiques du conseil et d'avoir une vision globale.

La deuxième limite, relative à la complémentarité des éléments, et inhérente à l'utilisation de tout indice de mesure, peut en effet s'appliquer à l'indice de mesure utilisé dans cette recherche.

⁶⁶ L'indice de mesure n'est élaboré dans l'objectif de juger si les conseils d'administration des entreprises de l'échantillon sont « bons » ou non ou d'accorder une note au conseil comme le font certains indices de mesure.

Rappelons que dans la littérature, aucun moyen pour dépasser cette limite n'est proposé, et que dans le cadre de cette étude en plus de l'indice de mesure, on utilise d'autres moyens de mesure comme la taille, l'indépendance du conseil, la non dualité du président, l'indépendance du comité de vérification et la présence d'un expert sur ce comité.

Tableau
3.1 Définition, mesures et liens attendus entre les variables

Variables	Définition	Lien attendu avec le Coût du Capital	Auteurs
Dépendante	Coût du capital	N.A.	Botosan et Plumlee (2005) Khurana et Raman (2006), Seow, Shangguan et Vasudevan (2006) Hail et Leuz (2006)
Indépendantes	Indice des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités	?	Gompers et al. (2003) Defond, Hann et Hu (2005) Brow et Caylor (2006)
	Indépendance du conseil	?	Rosenstein et Wyatt (1990) Bhagat et Black (2002) Agrawal et Knober (1996) Karamanou et Vafeas (2004)
	Taille du conseil	?	Yermack (1996) Karamanou et Vafeas (2004)
	Non dualité du président	?	Dalton, Daily, Ellstrand et Johnson (1998) Bhagat et Bolton (2008) Iyengar et Zampelli (2009)
	Indépendance du président	?	
	Taille du comité de vérification	?	Karamanou et Vafeas (2004) Defond, Hann et Hu (2005)
	Présence d'un expert financier	?	Karamanou et Vafeas (2004) Defond, Hann et Hu (2005)

	Ratio; valeur boursière sur valeur comptable	Ratio valeur boursière / valeur comptable. Mesure de l'asymétrie de l'information.	+		Leuz et Verrecchia (2000) Seow, Shangguan et Vasudevan (2006) McInnis (2010)
	Bêta	Il s'agit du risque de l'entreprise comparé au risque du marché mesuré par la sensibilité du prix de l'action de l'entreprise par rapport à la variation des prix sur le marché	+		Botosan et Plumlee (2005) Seow, Shangguan et Vasudevan (2006) McInnis (2010)
	Endettement	Ratio dettes à long terme/Total des actifs	+		Botosan et Plumlee (2005) Seow, Shangguan et Vasudevan (2006) Li (2010) Li (2010)
	SEC Listing	1 si la firme est cotée sur la bourse américaine et 0 si non	?		
	Audit	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un des grands cabinets d'audit (Ernst and Young, Deloitte & Touche, KPMG, Price Waterhouse and Cooper) et 0 si non	N.A.		Epps et Cereola (2007)
	ROA	Rendement des actifs de l'entreprise	N.A.		Yu et Wang (2008)
Variables de contrôle	Taille de l'entreprise	Logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise	?		Defond, Hann et Hu (2005) Yu et Wang (2008) Seow, Shangguan et Vasudevan (2006) McInnis (2010)
	Secteur	Secteur d'activité de l'entreprise, variable du type dummy	?		Li (2010)

CHAPITRE IV

RÉSULTATS

4.1 Introduction

Dans ce chapitre nous procédons à la présentation des résultats de l'étude. Le chapitre s'articule comme suit : un premier paragraphe est consacré à la sélection de l'échantillon, un deuxième paragraphe contient les résultats et un dernier paragraphe renferme la conclusion.

4.2 Échantillon

4.2.1 Procédure de sélection

L'échantillon choisi, pour la réalisation de l'étude, est un échantillon d'entreprises canadiennes faisant partie de l'indice S&P/TSX 300. Le choix des entreprises du TSX 300 est basé sur le fait que les actions des entreprises composant cet indice couvrent près de 95% des actions transigées sur le marché canadien⁶⁷.

La période de collecte de données est de 2004 à 2006. Les entreprises qui figurent initialement dans l'échantillon sont celles qui sont listées à la bourse de Toronto en 2004, 2005 et 2006.

La procédure de sélection de notre échantillon finale est la suivante :

⁶⁷ Source : www.indices.standardandpoors.com

- L'ensemble des entreprises figurant dans l'indice S&P-TSE 300 des années 2004, 2005 et 2006 sont organisées par ordre alphabétique.
- Compte tenu de leur rendement, de leurs résultats ainsi que de leurs particularités⁶⁸, les entreprises du secteur financier sont éliminées.
- Pour l'année 2004 et vu le besoin de la mesure de variable dépendante, le coût du capital qui nécessite les données de deux années de plus, les entreprises listées cette année mais qui ont cessé d'être cotées en 2005 et 2006 sont éliminées. Les entreprises ayant des données manquantes (rendement estimé) en 2005 et 2006 sont éliminées. Les entreprises qui présentent un écart négatif entre les rendements par action estimés entre 2006 et 2005 sont exclues⁶⁹.
- Pour l'année 2005 et pour la mesure de variable dépendante le coût du capital, les entreprises listées cette année mais qui ont cessé de l'être en 2006 et 2007 sont éliminées. Les entreprises ayant des données manquantes (rendement estimé) en 2006 et 2007 sont éliminées. Les entreprises qui présentent un écart négatif entre les rendements par action estimés entre 2007 et 2006 sont exclues.
- Pour l'année 2006 et vu le besoin de la mesure de variable dépendante le coût du capital, les entreprises listées cette année mais qui ont cessé d'être cotées en 2006 et 2007 sont éliminées. Les entreprises ayant des données manquantes (rendement estimé) en 2005 et 2006 sont éliminées. Les entreprises ayant un écart négatif entre les rendements par action estimés entre 2008 et 2007 sont exclues.

Suite à la procédure de sélection, notre échantillon pour les années 2004, 2005 et 2006 est de 143 entreprises années. Les détails de la sélection de l'échantillon sont présentés dans les tableaux 4.1, 4.2 et 4.3.

⁶⁸ Ces entreprises sont généralement de taille très grande et leur activité ne génèrent dans la quasi-totalité des cas que des profits ce qui leur confère des caractéristiques particulières comparativement aux entreprises provenant des autres secteurs.

⁶⁹ Cette restriction est imposée par la formule d'estimation du coût du capital dont le numérateur est la racine carrée de l'écart entre les rendements estimés de 2006 et 2005. Cet écart devrait être positif pour le calcul du coût du capital.

Tableau
4.1 Détails de la sélection de l'échantillon final pour l'année 2004

	Nombre
Entreprises avant sélection	225
Entreprises du secteur financier	35
Les entreprises délistées en 2005 et 2006	97
Entreprises ayant des données manquantes	11
Les entreprises ayant un écart négatif entre les rendements par action estimés entre 2006 et 2005	5
Total :	77

Tableau
4.2 Détails de la sélection de l'échantillon final pour l'année 2005

	Nombre
Entreprises avant sélection	210
Entreprises du secteur financier	33
Les entreprises délistées en 2006 et 2007	31
Entreprises ayant des données manquantes ⁷⁰	103
Entreprise ayant vécu un scandale financier ⁷¹	1
Les entreprises ayant un écart négatif entre les rendements par action estimés entre 2007 et 2006.	6
Total :	36

⁷⁰ Les rendements estimés par action (Eps) sont les données manquantes des entreprises des années 2004, 2005 et 2006.

⁷¹ L'entreprise Nortel Network est éliminée de l'échantillon du fait qu'elle a connu un scandale financier. Ses pratiques de gouvernance peuvent être grandement affectées par ce fait, d'où le choix de l'éliminer.

Tableau
4.3 Détails de la sélection de l'échantillon final pour l'année 2006

	Nombre
Entreprises avant sélection	276
Entreprises du secteur financier	35
Les entreprises délistées en 2007 et 2008	76
Entreprises ayant des données manquantes	114
Les entreprises ayant un écart négatif entre les rendements par action estimés entre 2008 et 2007 ⁷² .	21
Total :	30

Il est à signaler que l'année 2006 est celle où il y a eu le plus grand nombre d'entreprises éliminées soit pour cause de délistement ou de données manquantes soit pour le non-respect de la condition de l'écart positif, entre les rendements espérés de 2007 et 2008, imposé par le calcul du coût du capital. Ces faits sont occasionnés par la crise boursière qu'a connue le marché financier canadien en 2008. Malgré les critères de sélection et la crise du marché financier, les entreprises de 2006 sont représentatives de l'ensemble des entreprises du TSX 300 et ce au niveau de la taille, des secteurs d'activité et du risque (Voir Appendice E pour l'ensemble des tests effectués). L'échantillon final est quant à lui représentatif de l'ensemble de la population des entreprises du TSX 300⁷³ et ce au niveau de l'endettement, du rendement et du risque.

⁷² L'année 2007 marque le début de la crise financière qu'a connu le marché financier canadien (Chant, 2008). Cette crise a persisté durant l'année 2008. Ceci peut expliquer le grand nombre d'entreprise ayant un écart négatif entre les rendements estimés de l'année 2007 et ceux de l'année 2008. <http://www.expertpanel.ca/documents/research-studies/The%20ABCP%20Crisis%20in%20Canada%20-%20Chant.English.pdf>.

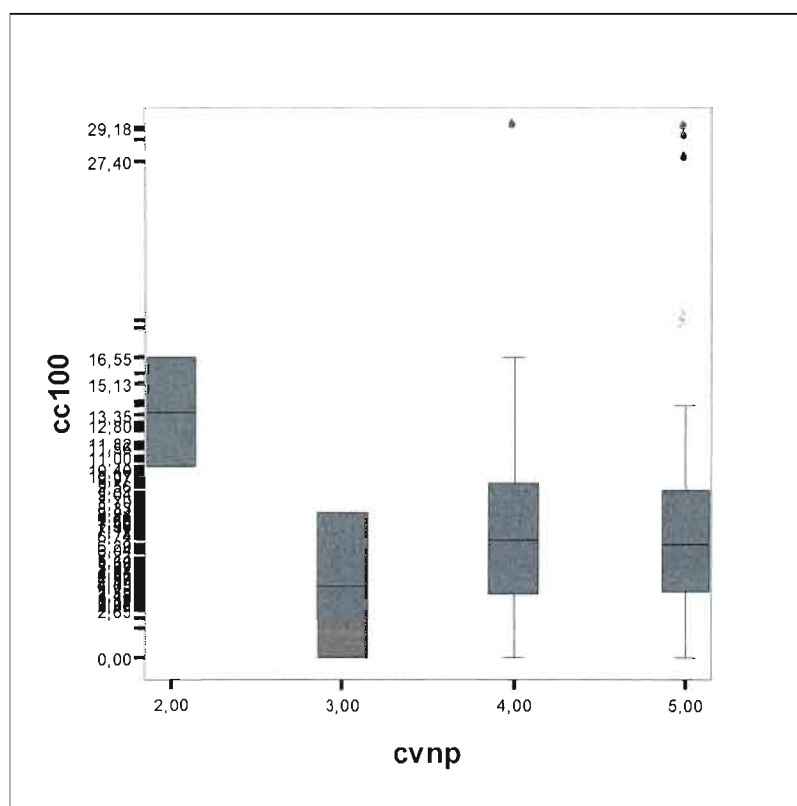
⁷³ Les entreprises du secteur financier compte tenu de leurs particularités ont été éliminées des entreprises du TSX.

4.2.2 Élimination des observations aberrantes

Les valeurs aberrantes sont déterminées moyennant le test des boîtes à moustaches, qui se base sur la projection graphique des observations relatives à la variable d'intérêt; le coût du capital dans notre cas. Le test des boîtes à moustaches (figure 4.1) montre que les valeurs étoilées situées entre 27,4 % et 29,18 % peuvent être considérées comme aberrantes puisqu'elles se situent à plus de 3 fois la distance interquartile. On les a donc éliminées de notre échantillon.

Figure

4.1 Test de boîtes à moustaches; projection graphique de la variable du coût du capital



Avec :

CC 100 : coût du capital des entreprises de l'échantillon,

CVNP : ensemble des caractéristiques du comité de vérification

Suite à l'analyse graphique, quatre entreprises dont les valeurs du coût du capital se situant entre 27,4 % et 29,18 % sont éliminées. L'échantillon final passe de 143 à 139 entreprises-année. Le tableau 4.4 représente la distribution des observations aberrantes dans le temps.

Tableau
4.4 Distribution des observations aberrantes suivant l'année de collecte de données

Années	Nombre d'observations éliminées
2004	3
2005	0
2006	1
Total :	4

4.2.3 Caractéristiques de l'échantillon

Les entreprises sélectionnées représentent l'ensemble des différents secteurs d'activité représentés dans l'indice S&P-TSX 300, à l'exception du secteur financier. La ventilation de l'échantillon par secteur est présentée dans le tableau 4.5. Le secteur le plus représenté dans notre échantillon est le secteur minier, suivi du secteur pétrolier et du secteur de la distribution. Il est à signaler que, pour l'ensemble de la période d'étude, 5 entreprises uniquement sont présentes durant les trois années d'analyse.

Tableau
4.5 Ventilation de l'échantillon final selon le secteur d'activité

	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage cumulé
Distribution	21	15,1	15,1
Secteur pétrolier	26	18,7	33,8
Secteur industriel	14	10	43,8
Technologie de l'information	11	8	51,8
Secteur minier	45	32,4	84,2
Communication et média	5	3,6	87,8
Services	2	1,4	89,2
Distribution alimentaire	8	5,8	95
Santé	7	5	100,0
Total :	139	100,0	

On remarque que sur les 139 entreprises de notre échantillon, 41 sont cotées sur la bourse de Toronto uniquement et leurs titres ne transigent pas sur le marché américain (tableau 4.6). Plus de 70 % des entreprises de notre échantillon sont cotées sur le marché américain et donc soumises à la réglementation américaine en ce qui concerne leur conseil d'administration.

Tableau
4.6 Répartition de l'échantillon selon la cotation ou non sur le marché américain

Cotation de l'entreprise	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage cumulé
Marché canadien uniquement	41	29,5	29,5
Marché américain	98	70,5	100,0
Total :	139	100,0	

Plus de 60 % des entreprises de l'échantillon ont un président du conseil qui n'occupe pas la fonction de chef de la direction (non-dualité) comme le montre le tableau 4.7. La majorité des entreprises ont un président du conseil non indépendant au sens du paragraphe 1.4 du règlement 52-110 sur le comité de vérification comme le montre le tableau 4.8.

Pour plus de 50 % des entreprises de l'échantillon, le comité de vérification se compose de 3 personnes (tableau 4.9). Pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon, 132 entreprises ont un comité de vérification composé totalement de membres indépendants ce qui représente près de 95% de l'échantillon.

Tableau
4.7 Fréquence de la non-dualité du président du conseil pour le total de l'échantillon

Cumul des fonctions de président du conseil et de chef de la direction	Fréquence	Pour cent	Pourcentage cumulé
Dualité	47	33,8	33,8
Non-dualité	92	66,2	100,0
Total :	139	100,0	

Tableau
4.8 Fréquence de l'indépendance du président du conseil pour le total de l'échantillon

Indépendance du président de la compagnie	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage cumulé
Président non indépendant	84	60,4	60,4
Président indépendant	55	39,6	100,0
Total :	139	100,0	

Tableau
4.9 Répartition de l'échantillon selon la taille du comité de vérification

Nombre de personnes sur le comité	Fréquence	Pourcentage	Pourcentage cumulé
3	70	50,36	50,36
4	36	25,90	76,26
5	20	14,39	90,65
6	11	7,91	98,56
7	2	1,44	100,0
Total :	139	100,0	

4.3 Résultats de la recherche

4.3.1 Statistiques descriptives

Afin de mesurer les caractéristiques du conseil d'administration et de ces comités d'une manière globale, nous avons eu recours à l'élaboration d'un indice de mesure qui se base sur les recommandations de la réglementation canadienne⁷⁴.

À partir de la grille de mesure des caractéristiques du conseil d'administration et de ses différents comités, on a pu dégager les différentes mesures suivantes :

- Le score total non pondéré : Il s'agit du total de la grille de mesure en accordant 1 point pour chaque élément en conformité avec la réglementation canadienne. La grille comporte 30 éléments.

⁷⁴ La construction ainsi que la validation de la grille de mesure sont décrites dans le chapitre méthodologie.

- Le score du conseil : Il comporte 9 caractéristiques, 1 point est accordé pour chacune d'elles.
- Le score du comité de vérification non pondéré : 1 point par caractéristique, 5 caractéristiques en totalité.
- Le score total non pondéré : Une grille élaborée pour capter 30 caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités. Un point est accordé pour chacune des caractéristiques.
- Le score total pondéré : La même grille de 30 points est utilisée, sauf que le poids alloué à chacun des items est différent en fonction du poids moyen accordé par les experts financiers consultés. Le poids de chacun des items varie entre 0 et 2.
- Le score du conseil pondéré : les mêmes 9 éléments sont utilisés mais avec le poids moyen accordé par les experts consultés.
- Le score du comité de vérification pondéré : on a alloué un poids aux 5 caractéristiques initiales du comité de vérification.
- Le score total épuré : La même grille de 30 points est utilisée, sauf que le poids alloué à chacun des items est différent en fonction du poids moyen accordé par les experts financiers consultés. Les items dont le poids est inférieur à 1 sont éliminés.
- Le score épuré du conseil : 8 éléments sont utilisés mais avec le poids moyen accordé par les experts consultés. Un élément, à savoir la réunion des indépendants, est éliminé vu que son poids est inférieur à 0.
- Le score des comités pondéré : il s'agit de l'ensemble des points accordés pour les comités uniquement sans le conseil.
- Le score volontaire pondéré : il s'agit de l'ensemble des points d'application facultative accordés pour le conseil d'administration et les comités hormis le comité de vérification (les éléments relatifs à ce comité sont d'application obligatoire).

Les statistiques descriptives des différents scores du conseil d'administration et de ses comités sont présentées dans le tableau 4.10. Les statistiques descriptives des différentes variables utilisées sont présentées dans le tableau 4.11.

Tableau
4.10 Statistiques descriptives des différents scores élaborés

	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart type	Variance
Score total non pondéré	2,00	30,00	17,5245	4,95591	24,561
Score du conseil non pondéré	0	9,00	5,6294	2,18083	4,756
Score du comité de vérification non pondéré	2,00	5,00	4,4545	0,60196	0,362
Score total pondéré	2,25	35,75	22,4572	5,85996	34,339
Score du conseil pondéré	0	12,48	7,9544	2,91896	8,520
Score du comité de vérification pondéré	2,25	6,63	5,9773	0,77107	0,595
Score total épuré	2,25	32,75	20,6407	5,29277	28,013
Score épuré du conseil	0	18,50	7,7378	2,8760	8,272
Score pondéré des comités	1	23,275	14,468	4,011	16,088
Score volontaire pondéré	0	29,125	16,493	5,5445	30,7419

Tableau
4.11 Statistiques descriptives des différentes variables explicatives

Variables	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart type	Variance	CV ⁷⁵
Taille du conseil	5	17	10,453	3,08	9,481	29,46%
Taille du comité de vérification	3	7	3,84	1,037	1,076	27%
Ratio d'indépendance du conseil	0,375	0,9375	0,747	0,1345	0,018	18 %
Estimation du coût du capital	0	18,652	6,485	4,232	17,91	65,25%
Ratio valeur boursière/ valeur comptable	0,53	17,595	3,076	2,194	4,817	71,32%
Ratio dettes à long terme/ Actifs	0	0,565	0,166	0,142	0,020	85,54%
Taille de l'entreprise	4,151	10,619	8,010	1,464	2,143	18,27%
BETA	-0,419	4,645	0,8577	0,7855	0,6171	91,58%

⁷⁵ Pour mesurer l'homogénéité de la distribution des variables, on a calculé le coefficient de variation (Écart type/moyenne x 100) de chaque variable. Lorsque ce ratio est inférieur à 15 %, on a une distribution homogène soit des valeurs qui varient très peu d'une entreprise à une autre. Toutes les distributions des variables dans le tableau sont hétérogènes et présente un ratio supérieur à 15 %.

La matrice des corrélations des variables, présentée dans le tableau 4.12 révèle les informations suivantes :

- Le coût du capital est positivement corrélé avec la non-dualité du président, la taille du comité de vérification, la taille de l'entreprise et la cotation sur le marché américain.
- Le score non pondéré du conseil est positivement corrélé avec la taille et l'indépendance du conseil ainsi qu'avec la taille de l'entreprise.
- La partie relative au comité d'audit dans notre indice est positivement corrélée avec l'indépendance du conseil, avec la taille de l'entreprise et le ROA.
- La partie volontaire du score est positivement corrélée avec la taille et l'indépendance du conseil d'administration ainsi que la taille du comité de vérification.
- Aucune corrélation entre les variables explicatives, bêta, taille de l'entreprise, ratio d'endettement et ratio valeur boursière sur valeur comptable, ne dépasse le seuil de 75 %, ce qui écarte la multi-colinéarité de nos variables⁷⁶.
- Les différents scores élaborés sont corrélés entre eux. Ils seront introduits séparément dans des équations différentes.

⁷⁶ La corrélation entre la taille des entreprises et la cotation sur le marché américain (résultat non tabulé) est de 14,4% et significativement différent de 0 à 10%. Il n'y a donc pas de problème de multi-colinéarité et ces deux variables peuvent être utilisées dans une même équation.

Tableau
4.12 Matrice des corrélations de Pearson

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1.TAILLE	1	0,41**	0,43**	0,168*	0,427*	0,303*	0,137	0,384	0,32**	0,132	0,369*	0,321*	0,40**	-0,111	0,159	0,177	0,144	0,33**
CV					*	*					*							
2.TAILLE	0,41**	1	0,112	0,012	0,30**	0,18*	0,093	0,27**	0,16*	0,073	0,24*	0,18*	0,66**	-0,123	0,020	0,24*	0,029	0,29**
CA																		
3.RATIO	0,43**	0,112	1	0,06	0,33**	0,26**	0,066	0,33**	0,29**	0,095	0,32**	0,29**	0,16*	-0,18*	-0,067	-0,041	0,031	0,27**
IND																		
4.CC	0,168*	0,012	0,036	1	0,030	0,040	-0,099	0,015	0,084	-0,113	0,072	0,032	0,151	0,009	-0,133	-0,064	0,23**	-0,040
5.SCORTNP	0,43**	0,30**	0,33**	0,030	1	0,78**	0,49**	0,97**	0,75**	0,48**	0,91**	0,70**	0,44**	0,001	0,099	0,051	0,116	0,88**
6.SCCANP	0,305*	0,18*	0,26**	0,040	0,78**	1	0,38**	0,79**	0,97**	0,38**	0,81**	0,85**	0,31**	0,084	0,121	0,065	0,043	0,46**
7.CVNP	0,137	0,093	0,066	-0,099	0,49**	0,38**	1	0,49**	0,36**	0,97**	0,50**	0,33**	0,17*	0,034	0,030	-0,031	0,175*	0,46**
8.STOTP	0,38**	0,28**	0,33**	0,015	0,97**	0,79**	0,495*	1	0,79**	0,51**	0,95**	0,74**	0,41**	-0,001	0,095	0,060	0,115	0,89*
9.SCAP	0,32**	0,16*	0,29**	0,084	0,75**	0,97**	0,36**	0,79**	1	0,36**	0,82**	0,90**	0,295*	0,018	0,097	0,087	0,078	0,43**
10.SCVP	0,132	0,073	0,095	-0,113	0,48**	0,38**	0,97**	0,51**	0,36**	1	0,515*	0,335*	0,17*	0,030	0,027	-0,033	0,19*	0,48**
11.STEP	0,37**	0,24**	0,32**	0,072	0,915*	0,81**	0,50**	0,945*	0,82**	0,515*	1	0,68**	0,39**	0,008	0,127	0,048	0,121	0,79**
12.SCAEP	0,32**	0,18*	0,29**	0,032	0,70**	0,85**	0,33**	0,74**	0,90**	0,335*	0,68**	1	0,28**	-0,041	0,058	0,139	0,093	0,43**
13.TAILLE	0,40**	0,66**	0,165*	0,15*	0,44**	0,31**	0,17*	0,41**	0,30**	0,17*	0,39**	0,28**	1	-0,122	-0,25**	0,29**	0,33**	0,391
ENTREPRISE																		
14.BETA	-0,111	-0,123	-0,18*	0,009	0,001	0,084	0,034	-0,001	0,018	0,030	0,008	-0,041	-0,122	1	0,131	-0,28**	-0,12	-0,014
15.PRICE	0,16*	0,020	-0,067	-0,133	0,099	0,121	0,030	0,095	0,097	0,027	0,127	0,058	-0,25**	0,131	1	-0,096	-0,23**	0,069
16.RATIO	0,177	0,24**	-0,041	-0,064	0,051	0,065	-0,031	0,060	0,087	-0,033	0,048	0,139	0,29**	-0,28**	-0,096	1	0,013	0,024
DLT																		
17.ROA	0,14*	0,029	0,031	0,28**	0,116	0,043	0,175*	0,115	0,078	0,19*	0,121	0,093	0,33**	-0,120	-0,23**	0,013	1	0,113
18.SCCOMP	0,33**	0,29**	0,27**	-0,040	0,88**	0,456*	0,46**	0,89**	0,43**	0,48**	0,79**	0,43**	0,39**	-0,014	0,069	0,024	0,113	1

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

³ La corrélation est significative au niveau 0.10 (bilatéral).

Légende :

TAILLECV : Taille du comité de vérification.

TAILLECA : Taille du conseil.

RATIOND : ratio d'indépendance du conseil; nombre d'administrateurs indépendants sur le nombre total des membres du conseil.

Coût du capital : coût du capital de l'entreprise estimé à partir du modèle Ohlson et Juettner-Nauroth (2005).

SCORTNP : score total non pondéré du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments.

SCORCANP : score du conseil non pondéré. Un point par élément conforme à la réglementation.

CVNP : score du comité de vérification non pondéré. Un point par élément conforme à la réglementation.

STOTP : total pondéré du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments pondérés suivant le poids moyen obtenu suite à la consultation des experts.

SCAP : score du conseil d'administration uniquement pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

SCVP : score du comité de vérification pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

STEP : score pondéré de l'ensemble du conseil d'administration et de ses comités avec élimination des éléments dont le poids est inférieur à 1 (ne fait pas consensus parmi les experts).

SCAEP : score pondéré du conseil d'administration avec élimination des éléments dont le poids est inférieur à 1 (ne fait pas consensus parmi les experts consultés).

TAILLE ENTREPRISE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique.

PRICETB: ratio valeur boursière par risque systématique.

RATIODLT : ratio dette à long terme.

ROA : Return on assets.

SCCOMP : score pondéré de l'ensemble des comités du conseil suivant le poids moyen de chaque élément obtenu suite à la consultation des experts.

4.3.2 Impact du changement de la réglementation canadienne sur les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités

Afin de détecter l'impact du changement de la réglementation canadienne sur les caractéristiques du conseil d'administration des entreprises de l'échantillon, on a effectué le test t de Student de comparaison de la moyenne au niveau des caractéristiques des entreprises avant et après le changement de la réglementation.

Les résultats, présentés dans le tableau 4.13, montrent que le changement de la réglementation canadienne a affecté l'ensemble des caractéristiques du conseil et de ses comités mise à part la taille du conseil et les scores du comité de vérification.

Tableau
4.13 Test de Student : Comparaison de la moyenne des caractéristiques du conseil et de ses comités avant et après le changement de la loi.

Caractéristiques		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes		
		F	Sig.	t	ddl	Sig.
Score du comité de vérification non pondéré	Hypothèse de variances égales	0,812	0,369	-1,414	137	0,160
	Hypothèse de variances inégales			-1,433	136,228	0,154
Score du comité de vérification pondéré	Hypothèse de variances égales	2,196	0,141	-1,579	137	0,117
	Hypothèse de variances inégales			-1,613	131,576	0,109
Taille du comité de vérification	Hypothèse de variances égales	1,254	0,265	-1,697	137	0,092
	Hypothèse de variances inégales			-1,682	127,900	0,095
Taille du conseil	Hypothèse de variances égales	0,881	0,350	-1,079	137	0,282
	Hypothèse de variances inégales			-1,074	131,204	0,285
Score total non pondéré	Hypothèse de variances égales	0,684	0,410	-5,319	137	0,000
	Hypothèse de variances inégales			-5,296	131,787	0,000
Score total pondéré	Hypothèse de variances égales	0,313	0,577	-5,295	137	0,000
	Hypothèse de variances inégales			-5,317	136,415	0,000
Score du conseil non pondéré	Hypothèse de variances égales	4,495	0,036	-8,515	137	0,000
	Hypothèse de variances inégales			-8,652	135,108	0,000
Score du conseil pondéré	Hypothèse de variances égales	1,972	0,162	-6,980	137	0,000
	Hypothèse de variances inégales			-7,074	136,191	0,000
Ratio d'indépendance du conseil	Hypothèse de variances égales	1,071	0,303	-1,738	137	0,084
	Hypothèse de variances inégales			-1,749	136,864	0,082

Légende :

Taille du comité de vérification: nombre de membres sur le comité de vérification.

Taille du conseil: nombre de membres du conseil.

Ratio d'indépendance du conseil; nombre d'administrateurs indépendants sur le nombre total des membres du conseil.

Score total non pondéré : ensemble de points du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments.

Score du conseil non pondéré : un point par élément conforme à la réglementation au niveau du conseil.

Score du comité de vérification non pondéré : un point par élément conforme à la réglementation au niveau du comité de vérification.

Score total pondéré : total pondéré du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments pondérés suivant le poids moyen obtenu suite à la consultation des experts.

Score du conseil pondéré : score du conseil d'administration uniquement pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

Score du comité de vérification pondéré : score du comité de vérification pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

Score total épuré : score pondéré de l'ensemble du conseil d'administration et de ses comités avec élimination des éléments dont le poids est inférieur à 1 (ne fait pas consensus parmi les experts).

Score du conseil épuré : score pondéré du conseil d'administration avec élimination des éléments dont le poids est inférieur à 1 (ne fait pas consensus parmi les experts consultés).

Puisque la majorité des entreprises de notre échantillon sont cotées sur le marché américain, et donc déjà soumises à une réglementation qui présente plusieurs similitudes avec la réglementation canadienne, surtout au niveau du comité de vérification, il est pertinent d'examiner l'impact du changement de la réglementation canadienne sur ce sous-groupe. Le tableau 4.14 montre la variation au niveau des caractéristiques des conseils d'administration des entreprises qui sont en plus cotées sur le marché américain suite à la variation de la réglementation canadienne.

Les scores totaux mesurant l'ensemble des caractéristiques du conseil et de ses comités ont changé significativement suite au changement de la réglementation. Aussi au niveau des caractéristiques du conseil uniquement le changement est significatif. Ce résultat s'explique principalement par les particularités de la réglementation canadienne par rapport à réglementation américaine en matière des caractéristiques du conseil⁷⁷. On remarque à la lumière des résultats obtenus que la taille du comité de vérification ainsi que la taille et l'indépendance du conseil n'ont pas varié suite au changement de la réglementation canadienne.

⁷⁷ Cet aspect est détaillé dans la section relative aux hypothèses. Voir tableau 2.2 page 41 pour plus de détails.

Tableau
4.14 Test de Student : Comparaison de la moyenne des caractéristiques du conseil des entreprises cotées sur le marché américain avant et après le changement de la réglementation

Caractéristiques		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes		
		F	Sig.	t	ddl	Sig.
Taille du comité de vérification	Hypothèse de variances égales	0,065	0,800	0,702	96	0,485
	Hypothèse de variances inégales			0,705	82,754	0,483
Taille du conseil	Hypothèse de variances égales	0,376	0,541	0,948	96	0,346
	Hypothèse de variances inégales			0,955	83,590	0,342
Indépendance du conseil	Hypothèse de variances égales	0,504	0,479	0,555	96	0,580
	Hypothèse de variances inégales			0,565	86,032	0,574
Score total non pondéré	Hypothèse de variances égales	3,955	0,050	3,677	96	0,000
	Hypothèse de variances inégales			3,862	93,114	0,000
Score du conseil non pondéré	Hypothèse de variances égales	0,940	0,335	6,894	96	0,000
	Hypothèse de variances inégales			6,691	73,098	0,000
Score conseil épuré	Hypothèse de variances égales	0,005	0,946	4,791	96	0,000
	Hypothèse de variances inégales			4,752	79,253	0,000
Score total épuré	Hypothèse de variances égales	0,586	0,446	3,860	96	0,000
	Hypothèse de variances inégales			3,923	85,883	0,000
Score du comité de vérification pondéré	Hypothèse de variances égales	1,058	0,306	1,584	96	0,117
	Hypothèse de variances inégales			1,496	65,804	0,139
Score du conseil d'administration pondéré	Hypothèse de variances égales	0,000	0,996	5,436	96	0,000
	Hypothèse de variances inégales			5,357	77,377	0,000
Score total pondéré	Hypothèse de variances égales	2,012	0,159	3,805	96	0,000
	Hypothèse de variances inégales			3,958	91,304	0,000
Score du comité de vérification non pondéré	Hypothèse de variances égales	0,449	0,504	1,720	96	0,089
	Hypothèse de variances inégales			1,647	69,464	0,104

Légende :

Taille du comité de vérification: nombre de membres sur le comité de vérification.

Taille du conseil: nombre de membres du conseil.

Ratio d'indépendance du conseil; nombre d'administrateurs indépendants sur le nombre total des membres du conseil.

Score total non pondéré : ensemble de points du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments.

Score du conseil non pondéré : un point par élément conforme à la réglementation au niveau du conseil.

Score du comité de vérification non pondéré: un point par élément conforme à la réglementation au niveau du comité de vérification.

Score total pondéré : total pondéré du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments pondérés suivant le poids moyen obtenu suite à la consultation des experts.

Score du conseil pondéré : score du conseil d'administration uniquement pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

Score du comité de vérification pondéré : score du comité de vérification pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

Score total épuré : score pondéré de l'ensemble du conseil d'administration et de ses comités avec élimination des éléments dont le poids est inférieur à 1 (ne fait pas consensus parmi les experts).

Score du conseil épuré : score pondéré du conseil d'administration avec élimination des éléments dont le poids est inférieur à 1 (ne fait pas consensus parmi les experts consultés).

Pour le comité de vérification, la variation de son score non pondéré est à peine significative alors que la variation de son score pondéré est non significative. Ceci s'explique par les similitudes entre la loi américaine SOX et le règlement 52-110 au niveau du comité de vérification⁷⁸.

4.3.3 Impact de la cotation sur le marché américain sur les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités

Pour détecter l'impact de la cotation sur le marché américain sur les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités, on a procédé par l'analyse de la variance avec un facteur; cotation sur le marché américain.

⁷⁸ Idem 74.

- Les différences au niveau du conseil :

Pour déceler les différences au niveau des caractéristiques du conseil d'administration entre les entreprises qui sont cotées sur le marché américain et les entreprises cotées uniquement sur le marché canadien, on a utilisé le test t de Student pour la comparaison des moyennes.

La taille du conseil ne semble pas être affectée par le fait qu'une entreprise soit cotée ou non sur le marché américain. Cependant, il existe une différence significative entre la moyenne des scores des entreprises cotées sur le marché américain et celles cotées seulement sur le marché canadien au niveau de l'indépendance et de l'ensemble des caractéristiques du conseil d'administration (tableau 4.15).

Tableau
4.15 Comparaison de la moyenne des caractéristiques du conseil d'administration des entreprises cotées et celles non-cotées sur le marché américain

Caractéristiques		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes		
		F	Sig.	t	ddl	Sig.
Taille du conseil	Hypothèse de variances égales	0,049	0,825	1,430	137	0,155
	Hypothèse de variances inégales			1,425	74,548	0,158
	Hypothèse de variances égales	2,667	0,105	4,766	137	0,000
Score du conseil non pondéré	Hypothèse de variances inégales			4,420	64,289	0,000
	Hypothèse de variances égales	5,099	0,026	4,081	137	0,000
Score du conseil pondéré	Hypothèse de variances inégales			3,705	61,779	0,000
	Hypothèse de variances égales	1,179	0,279	1,918	137	0,057
Indépendance du conseil	Hypothèse de variances inégales			1,800	65,736	0,076

Légende :

Taille du conseil: nombre de membres du conseil. Indépendance du conseil; nombre d'administrateurs indépendants sur le nombre total des membres du conseil. Score du conseil non pondéré : un point par élément conforme à la réglementation au niveau du conseil.

Score du conseil pondéré : score du conseil d'administration uniquement pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

- Différence au niveau du comité de vérification :

Seule la taille du comité de vérification varie suivant la cotation sur le marché américain. L'ensemble des caractéristiques du comité, tel que mesuré par les indices de mesure (tableau 4.16) ne change pas en fonction de la cotation sur le marché américain.

Tableau
4.16 Comparaison de la moyenne des caractéristiques du comité de vérification des entreprises cotées et celles non-cotées sur le marché américain

Caractéristiques		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes		
		F	Sig.	t	ddl	Sig.
Score du comité de vérification non pondéré	Hypothèse de variances égales	0,001	0,972	0,395	137	0,693
	Hypothèse de variances inégales			0,386	71,178	0,701
Score du comité de vérification pondéré	Hypothèse de variances égales	0,577	0,449	0,872	137	0,385
	Hypothèse de variances inégales			0,803	63,507	0,425
Taille du comité de vérification	Hypothèse de variances égales	6,874	0,010	2,277	137	0,024
	Hypothèse de variances inégales			2,671	110,33	0,009

Légende :

Taille du comité de vérification: nombre de membres sur le comité de vérification.

Score du comité de vérification non pondéré: un point par élément conforme à la réglementation au niveau du comité de vérification.

Score du comité de vérification pondéré : score du comité de vérification pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

- Différence au niveau des scores du conseil et de ses comités :

L'analyse de la variance au niveau des scores élaborés de l'ensemble du conseil et de ses comités indique en effet qu'il existe des différences significatives entre les scores des entreprises cotées sur le marché américain et celles qui sont cotées uniquement sur le marché canadien (tableau 4.17).

Tableau
4.17 Comparaison de la moyenne des caractéristiques de l'ensemble du conseil et de ses comités des entreprises cotées et celles non-cotées sur le marché américain

Caractéristiques		Test de Levene sur l'égalité des variances		Test-t pour égalité des moyennes		
		F	Sig.	t	ddl	Sig.
Score total non pondéré	Hypothèse de variances égales	0,357	0,551	4,773	137	0,000
	Hypothèse de variances inégales			4,605	69,536	0,000
Score total pondéré	Hypothèse de variances égales	5,032	0,026	4,733	137	0,000
	Hypothèse de variances inégales			4,246	60,488	0,000

Légende :

Score total non pondéré : ensemble de points du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments.

Score total pondéré : total pondéré du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments pondérés suivant le poids moyen obtenu suite à la consultation des experts.

4.3.4 Analyses multi-variées

- a. Test de l'hypothèse H_1 relative au lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et ses comités et le coût du capital :

Plusieurs indicateurs sont utilisés dans les modèles d'analyse afin d'expliquer le lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et ses comités et le coût du capital comme la taille, l'indépendance du conseil, la taille du comité de vérification et la présence d'un expert sur ce comité ainsi que les différents scores élaborés.

Pour tester les liens entre le coût du capital et les différentes variables nous avons eu recours en premier lieu aux régressions linéaires simples solutionnées avec moindre carré ordinaire. Les résultats des différents modèles sont présentés dans les tableaux 4.18 à 4.22.

L'objectif des modèles utilisés est d'expliquer le coût du capital des entreprises de l'échantillon par les différentes variables reliées aux caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités et plus particulièrement des variables relatives au comité de vérification.

Puisque des problèmes d'endogénéité ont souvent été associés aux variables mesurant la gouvernance dans la littérature, le test d'Hausman pour déceler l'endogénéité des variables explicatives a été effectué pour chacune des variables d'intérêt (voir appendice D).

Tableau
4.18 Résultats relatifs aux caractéristiques du comité de vérification avec moindre carrée ordinaire (MCO)⁷⁹

	Constante	Taille du comité	Score comité non pondéré	Score comité pondéré	Présence d'un expert	Cotation US	Price to book	Ratio dettes LT/ Actifs	Taille de l'entreprise	BETA	Secteur	R2 ajusté ⁸⁰	F	Endogénéité ⁸¹
Modèle 1	2,656	0,700*	—	—	—	0,973	-0,372**	-2,792	0,252	4,03E-02	-0,118	4,5%	1,794*	Non
Modèle 2	9,937***	—	-0,998*	—	—	1,228	-0,277*	-1,892	0,391	-9,74E-02	-0,192	3,9%	1,804*	Non
Modèle 3	10,861***	—	—	-0,90**	—	1,295*	-0,273*	-1,637	0,383	3,01E-02	-0,211	4,6%	1,948*	Non
Modèle 4	5,057**	—	—	—	-0,718	1,251	-0,273	-1,989	0,347	-0,103	-0,149	2,6%	1,53	Non

Variable dépendante : coût du capital⁸²; *significatif à 10 %; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Modèle 1 : variable explicative introduite taille du comité de vérification.

Modèle 2 : variable explicative introduite le score du comité de vérification non pondéré.

Modèle 3 : variable explicative introduite le score du comité de vérification pondéré.

Modèle 4 : variable explicative introduite la présence d'un expert.

⁷⁹ La variable indépendance du comité d'audit n'a pas été introduite dans les régressions puisque près de 95% des entreprises de l'échantillon avaient un comité de vérification composée de membres indépendants.

⁸⁰ Les R² des différents modèles d'analyse, malgré leur faiblesse, restent comparables et dépassent même ceux obtenus dans la littérature reliant la réaction du marché financier à la gouvernance. Nos R2 ajustés varient entre 1,7 % et 4,8 %. Par exemple, ceux de Defond, Hann et Hu (2005) varient entre 7 % et 1,7%.

⁸¹ L'endogénéité des variables explicatives est détectée moyennant le test d'Hausman. Le résultat du test pour chacune des variables d'intérêt est présenté en annexe (Appendice D).

⁸² Pour l'ensemble des régressions, on a utilisé le coût du capital en pourcentage.

Légende :

Taille du comité: nombre de membres sur le comité de vérification. Score du comité non pondéré: un point par élément conforme à la réglementation. Score du comité pondéré : score du comité de vérification pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts. Présence d'un expert : prend la valeur 1 si un détenteur de titre comptable ou financier est parmi les membres du comité. US : Cotation sur le marché américain; prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. TAILLE ENTREPRISE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. Secteur : secteur de l'activité de l'entreprise.

- Le lien entre le coût du capital et les caractéristiques du comité de vérification :

Les modèles utilisés mettent en lien le coût du capital et un ensemble de variables explicatives comme la taille du comité de vérification, la présence d'un expert sur ce comité et les deux scores pondéré et non pondéré du comité. Dans le modèle 1, le coefficient de la taille du comité de vérification est positif et significatif (voir tableau 4.18). La taille du comité de vérification affecte donc positivement le coût du capital des entreprises de l'échantillon. Plus la taille du comité est élevée plus le coût du capital est élevé⁸³ ce qui n'est pas dans l'intérêt de l'entreprise qui cherche à minimiser son coût du capital.

Ce résultat est semblable à celui de Yermak (1996) et Karamanou et Vafeas (2005) concernant la relation entre la taille du conseil d'administration et la performance financière de l'entreprise. Ces chercheurs ont trouvé une relation négative et significative entre la taille du conseil et la performance financière de l'entreprise. Notre résultat peut s'expliquer par le fait qu'un comité d'une grande taille, comme un conseil de grande taille, est considéré comme peu flexible et moins efficace (Yermak, 1996; Karamanou et Vafeas, 2005). Le lien entre la taille du comité de vérification et le coût du capital confirme partiellement notre hypothèse H_{1c} .

Les résultats, dans le tableau 4.18 (modèles 2 et 3), montrent une relation négative et significative entre le coût du capital et les scores pondéré et non pondéré du comité de vérification. Le test d'endogénéité des scores pondéré et non pondéré du comité de vérification indique que ces deux variables sont exogènes et que les coefficients obtenus moyennant MCO sont stables. Le lien entre coût du capital et score pondéré du comité de vérification est plus significatif que celui du score non pondéré et le pouvoir explicatif du modèle du score pondéré est plus élevé. Ces résultats montrent que pour les entreprises qui sont le plus en conformité avec la réglementation canadienne en ce qui a trait aux caractéristiques du comité de vérification, ont un coût du capital moins élevé et confirme notre hypothèse H_{1d} .

⁸³ Le test d'endogénéité (appendice D) montre que les résultats obtenus par MCO sont stables.

La définition aussi bien de la réglementation canadienne⁸⁴ qu'américaine⁸⁵ d'un expert financier est assez large. Pour éviter tout risque de subjectivité lors de l'appréciation de l'expertise financière d'un des membres du comité de vérification, seul les membres détenant un titre comptable ou financier (CA, CGA, CMA, CFA) ont été considérés comme expert financier.

La présence d'un expert financier parmi les membres du comité de vérification ne semble pas affecter le coût du capital (modèle 4, tableau 4.18). La présence d'expert sur le comité de vérification est une variable exogène et les résultats de MCO sont stables (voir appendice D).

Dans la littérature, les résultats concernant la réaction du marché financier à la présence d'un expert financier dans le comité d'audit semblent assez mitigés. En effet les résultats de Defond, Hann et Hu (2005), montrent que la réaction favorable du marché financier à la nomination d'un expert financier au sein du comité de vérification est conditionnelle à une bonne gouvernance de l'entreprise en général.

- Lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital :

Les résultats du lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital sont présentés dans les tableaux 4.19, 4.20, 4.21 et 4.22.

Les variables introduites et relatives aux conseils d'administration sont la taille et l'indépendance du conseil, la non-dualité et l'indépendance du président ainsi que les différents scores du conseil d'administration.

⁸⁴ Voir Règlement 52-110. Selon ce règlement une personne ayant une compétence financière « ...si elle a la capacité de lire et de comprendre un jeu d'états financiers qui représente des questions comptables d'une ampleur et d'un degré de complexité comparables, dans l'ensemble, à celles dont on peut raisonnablement croire qu'elles seront soulevées lors de la lecture des états financiers... » Partie 1, le point 1.6 compétences financières.

⁸⁵ Defond, Hann et Hu (2005).

Tableau
4.19 Résultats relatifs au lien entre le coût du capital et les caractéristiques du conseil d'administration avec MCO

	Cons- tante	Taille du conseil	Indépen- dence du conseil	Indépen- dence du président	Non- dualité du président	US	Price to book	Radio dettes LT/ Actifs	Taille de l'entreprise	BETA	Secteur	R2 ajusté	F	Endogénéité %
Modèle 5	5,065**	-6,044E-02	-	-	-	1,286	-0,287*	-1,491	0,371	-0,117	-0,154	2,1%	1,414	Oui
Modèle 6	4,762	-	0,178	-	-	1,228	-0,285*	-1,782	0,322	-8,99E-02	-0,156	1,9%	1,382	Non
Modèle 7	4,617**	-	-	0,821	-	1,154	-0,304*	-2,117	0,315	-2,44E-03	-0,130	2,8%	1,563	Non
Modèle 8	4,386*	-	-	-	1,284*	1,147	-0,295*	-2,233	0,291	-9,45E-02	-0,136	4%	1,826*	Non

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 %; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Modèle 5 : Variable explicative introduite taille du conseil.

Modèle 6 : Variable explicative introduite indépendance du conseil.

Modèle 7 : Variable explicative introduite indépendance du président du conseil.

Modèle 8 : Variable explicative introduite non-dualité du président.

Légende :

Taille du conseil : Nombre de membre sur le conseil. Indépendance du conseil; ratio nombre d'administrateurs indépendants sur le nombre total des membres du conseil. Non-dualité : variable binaire qui prend la valeur 1 si les fonctions de président du conseil et de chef de la direction sont assumées par deux personnes différentes. Indépendance du président : prend la valeur 1 si le président du conseil est indépendant et 0 sinon.

US : Cotation sur le marché américain; prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. TAILLE ENTREPRISE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. Secteur : secteur de l'activité de l'entreprise.

⁸⁶ L'endogénéité des variables explicatives est détectée moyennant le test d'Hausman. Le résultat du test pour chacune des variables d'intérêts est présenté en annexe (Appendice D).

Tableau

4.20 Résultat du double moindre carré (2SLS) pour le lien entre le coût du capital et la taille du conseil d'administration

Double moindre carrée :

MODEL: MOD_5.
Equation number: 1

Dependent variable.. CC100

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R ,24987
R Square ,06244
Adjusted R Square ,01982
Standard Error 4,77506

Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	6	200,4363	33,406056
Residuals	132	3009,7581	22,801198

F = 1,46510 Signif F = ,1950

----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
TAILLE	2,028180	1,196891	,696135	1,695	,0925
TAILLECA	-,605803	,418762	-,440682	-1,447	,1504
PRICETB	-,444705	,226101	-,230592	-1,967	,0513
BETA	-,296122	,566500	-,054957	-,523	,6020
SECTEUR	,029704	,230776	,015725	,129	,8978
US	1,226116	,927704	,132570	1,322	,1886
(Constant)	-2,888267	6,161347		-,469	,6400

Correlation Matrix of Parameter Estimates

	TAILLE	TAILLECA	PRICETB	BETA	SECTEUR
TAILLE	1,0000000	-,8901074	-,5249718	-,2945096	,5849383
TAILLECA	-,8901074	1,0000000	,4470569	,3539574	-,4931316
PRICETB	-,5249718	,4470569	1,0000000	,0421217	-,4625519
BETA	-,2945096	,3539574	,0421217	1,0000000	-,1034290
SECTEUR	,5849383	-,4931316	-,4625519	-,1034290	1,0000000
US	-,1074639	,0083620	-,0126213	-,1361347	-,0140851

	US
TAILLE	-,1074639
TAILLECA	,0083620
PRICETB	-,0126213
BETA	-,1361347
SECTEUR	-,0140851
US	1,0000000
--	

Variable dépendante : coût du capital.

Modèle à double équations :

$CC = \text{Taille CA} + \text{PRICETB} + \text{BETA} + \text{TAILLE} + \text{RATIODLT} + \text{US} + \text{SECTEUR}$

$\text{Taille CA} = \text{PRICETB} + \text{BETA} + \text{TAILLE} + \text{RATIODLT} + \text{US} + \text{SECTEUR} + \text{ROA} + \text{AUDIT}$

Légende :

TailleCA: Nombre de membres sur le conseil. Indépendance du conseil; ratio nombre d'administrateurs indépendants sur le nombre total des membres du conseil.

US : Cotation sur le marché américain; prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. TAILLE: taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. SECTEUR : secteur de l'activité de l'entreprise.

ROA : rendement des actifs. Audit : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit.

Dans le tableau 4.19, les résultats montrent que seule la non-dualité du président du conseil a un lien positif et significatif avec le coût du capital des entreprises de l'échantillon, ce qui confirme partiellement notre hypothèse H_{1a} . Les résultats révèlent que les coefficients de l'indépendance, de la taille du conseil et l'indépendance de son président ne sont pas significatifs, et que ces variables n'affectent pas le coût du capital des entreprises de l'échantillon. Ce résultat ne confirme pas notre hypothèse H_{1a} . Pour l'indépendance du conseil notre résultat rejoint ceux de Bhagat et Bolton (2008), de Yermak (1996) et Daily et al. (2008) qui n'arrivaient pas à établir une relation significative entre l'indépendance et différents indicateurs financiers.

A la lumière de nos analyses, seule la variable taille du conseil d'administration est endogène. On a donc utilisé un modèle à doubles équations solutionné avec double moindres carrés. Les résultats, présentés dans le tableau 4.19, montrent que la taille du conseil n'est pas reliée au coût du capital. Ce résultat s'insère dans le cadre des résultats mitigés obtenus dans la littérature (Barnhart et Rosenstein, 1998 ; Yermak, 1996).

Pour les scores de l'ensemble des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités, les résultats, présentés dans les tableaux 4.21 et 4.22, n'indiquent aucun lien significatif entre les différents scores du conseil et le coût du capital. L'hypothèse H_{1b} est donc rejetée. Ces résultats rejoignent ceux d'Epps et Cereola (2004) ainsi que les conclusions de Bhagat et al. (2008) dans le sens où les caractéristiques de la gouvernance de l'entreprise, telles que mesurées par des scores ou des indices de mesure, ne sont pas reliées aux indicateurs financiers de l'entreprise.

Tableau
4.21 Résultats relatifs au lien entre le coût du capital et les différents scores du conseil élaborés avec MCO

	Constante	Score non pondéré du conseil	Score pondéré du conseil	Score épuré du conseil	US	Price to book	Ratio dettes LT/ Actifs	Taille de l'entreprise	BETA	Secteur	R2 ajusté	F	Endogénéité ⁸⁷
Modèle 9	4,939**	-5,816E-02	—	—	1,335	-0,283*	-1,671	0,345	-8,801E-02	-0,155	2%	1,397	Non
Modèle 10	4,751**	—	-9,544E-02	—	1,137	-0,29*	-1,938	0,305	-9,544E-02	-0,155	2%	1,402	Non
Modèle 11	4,92**	—	—	-1,244E-02	1,257	-0,286*	-1,754	0,329	-9,845E-02	-0,155	1,9%	1,383	Non

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 %, **significatif à 5 %, *** significatif à 1 %.

Modèle 9 : Variable explicative introduite score non pondéré du conseil.

Modèle 10 : Variable explicative introduite score pondéré du conseil.

Modèle 11 : Variable explicative introduite score épuré du conseil.

Légende:

Score du conseil non pondéré : un point par élément conforme à la réglementation au niveau du conseil.

Score du conseil pondéré : score du conseil d'administration uniquement pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

Score du conseil épuré : score pondéré du conseil d'administration avec élimination des éléments dont le poids est inférieur à 1 (ne fait pas consensus parmi les experts consultés).

US : Cotation sur le marché américain; prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. TAILLE ENTREPRISE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dette à long terme/Actifs. Secteur : secteur de l'activité de l'entreprise.

⁸⁷ L'endogénéité des variables explicatives est détectée moyennant le test d'Hausman. Le résultat du test pour chacune des variables d'intérêt est présenté en annexe (Appendice D).

Tableau
4.22 Résultats relatifs au lien entre le coût du capital et les différents scores élaborés avec MCO (suite)

	Constante	Score total non pondéré	Score total pondéré ⁸⁸	Score volontaire pondéré	Score des comités pondérés	US	Price to book	Ratio dettes L.T/ Actifs	Taille de l'entreprise	BETA	Secteur	R2 ajusté	F	Endogénéité ⁸⁹
Modèle 12	5,194**	- 5,350E-02	-	-	-	1,444*	-0,282*	-1,613	0,379	-0,111	-0,156	2,2%	1,446	Non
Modèle 13	5,457**	-	-5,52E-02	-	-	1,49*	-0,279*	-1,548	0,381	-0,114	-0,160	2,4%	1,481	Non
Modèle 14	5,083**	-	-	-4,161E-02	-	1,425*	-0,281*	-1,605	0,364	-0,110	-0,156	2,1%	1,430	Non
Modèle 15	5,919***	-	-	-	-0,136	1,583*	-0,279*	-1,577	0,411	-0,136	-0,164	3,4%	1,688	Non

Variable dépendante : coût du capital.*significatif à 10% ; **significatif à 5% ; *** significatif à 1%

Modèle 12 : Variable explicative introduite score total non pondéré.

Modèle 13 : Variable explicative introduite score total pondéré.

Modèle 14 : Variable explicative introduite score volontaire pondéré.

Modèle 15 : Variable explicative introduite score des comités pondéré.

Légende:

Score total non pondéré : ensemble de points du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments. Score total pondéré : total pondéré du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments pondérés suivant le poids moyen obtenu suite à la consultation des experts. Score volontaire pondéré : ensemble des points avec pondération accordée aux conseil et ses comités sauf le comité de vérification (pour qui le règlementation obligatoire). Score des comités pondérés : ensemble des points pondérés accordés aux comités du conseil. US : Cotation sur le marché américain; prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. TAILLE ENTREPRISE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dette à long terme/Actifs. Secteur : secteur de l'activité de l'entreprise.

⁸⁸ Les résultats demeurent inchangés si on remplace le score total pondéré par le score total épuré. Ce dernier se distingue par l'élimination des éléments de l'indice ayant un score inférieur à 1.

⁸⁹ L'endogénéité des variables explicatives est détectée moyennant le test d'Hausman. Le résultat du test pour chacune des variables d'intérêt est présenté en annexe (Appendice D).

- b. Test de l'hypothèse H_2 relative à l'impact du changement de la réglementation sur le lien entre les caractéristiques du conseil et le coût du capital :

Dans un premier temps nous avons examiné l'impact du renforcement de la réglementation relative aux caractéristiques du conseil d'administration sur le coût du capital. Ensuite, nous avons examiné l'impact du changement de la réglementation sur le lien existant entre le coût du capital et les caractéristiques du conseil d'administration.

- Résultat relatif à l'impact du changement de la réglementation sur le coût du capital :

Les résultats montrent que le changement de la réglementation canadienne touchant les caractéristiques du conseil d'administration et ses comités n'affecte pas le coût du capital comme le montre le tableau 4.23. En effet, le coefficient de la variable changement de loi est négatif mais non significatif.

Tableau
4.23 Impact du changement de la réglementation relative au conseil d'administration au Canada sur le coût du capital

Modèle		
Variable dépendante	Coût du capital	
R2 ajusté	2%	
F	1,409	
Variables explicatives	coefficient	signification
(constante)	4,658*	0,057
TAILLE ENTREPRISE	0,353	0,185
BETA	-2,176E-02	0,966
PRICETOBOK	-0,289*	0,094
SECTEUR	-0,154	0,359
US	1,373	0,116
RATIODLT	-1,772	0,500
CHANGELOI	-0,364	0,675

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 %; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Légende : Taille de l'entreprise : log de la capitalisation boursière. Bêta : bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. Price to book : ratio valeur sur le marché/valeur comptable de l'action.

Secteur : secteur d'activité. Us : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 si non. RATIODLT : ratio dette à long terme/Actifs. Changeloi : variable binaire qui prend la valeur 0 avant la date d'application de la réglementation canadienne, en 2004 et 1 pour les années 2005 et 2006.

- Résultats avec terme d'interaction de la variation du lien entre le coût du capital et les caractéristiques du conseil suite au changement de la réglementation :

On a utilisé une méthode basée sur les termes d'interaction pour vérifier si la relation a changé, suite aux changements de la réglementation, entre le coût du capital et les variables suivantes : la taille du comité de vérification, le score du comité de vérification pondéré et non pondéré et la non-dualité du président. Rappelons qu'à la lumière de nos analyses précédentes, seules ces variables semblaient affectées le coût du capital.

Pour tester si le lien entre le coût du capital et les variables d'intérêt a évolué durant les périodes avant et après le changement de la réglementation canadienne, entre 2004 et 2006, deux variables sont ajoutées dans les modèles d'analyse :

Binaire 2004 : prend la valeur 1 pour les entreprises de l'année 2004 et 0 pour les autres.

Binaire 2006 : prend la valeur 1 pour les entreprises de l'année 2006 et 0 pour les autres.

Il est à noter que l'année 2005, ou l'année de référence, date du début de l'application de la réglementation canadienne, prend toujours la valeur 0 dans les deux variables binaires.

Par exemple pour la taille du comité de vérification, le modèle devient le suivant :

Coût du capital = β_0 Constante + β_1 binaire 2004 + β_2 binaire 2006 + β_3 taille du comité de vérification + β_4 (binaire 2004*taille du comité) + β_5 (binaire 2006* taille du comité) + β_6 autres variables explicatives.

Où : β_0 : indique l'effet de l'année 2005 sur la relation, β_4 : indique l'effet de l'année 2004 sur la relation et β_5 indique l'effet de l'année 2006 sur la relation.

Pour la non-dualité du président du conseil, les résultats présentés dans le tableau 4.24, indiquent que la relation entre le coût du capital et la non-dualité du président ne semblent pas être affectée par le changement de la réglementation. Les résultats montrent que les coefficients de la constante du modèle et des termes d'interaction ne sont pas significatifs. Ce résultat n'appuie pas notre hypothèse H_{2a} .

Il ne semble pas avoir d'impact du changement de la réglementation sur la relation entre le coût du capital et la taille du comité de vérification comme le montre le tableau 4.24. En effet, les coefficients de la constante du modèle ainsi que des termes d'interaction ne sont pas significatifs.

Tableau
4.24 Résultats relatifs à la variation du lien entre le coût du capital et les variables d'intérêt suite au changement de la réglementation

	Taille du comité de vérification		Score non pondéré du comité de vérification		Score pondéré du comité de vérification		Non dualité du président du conseil	
R2 ajusté	8%		13,7%		14,6%		9,4%	
F	2,089**		2,993***		3,139***		2,296***	
	Coefficient	Sig.	Coefficient	Sig.	Coefficient	Sig.	Coefficient	Sig.
(constante)	1,519	0,654	-4,240	0,484	-5,272	0,426	0,604	0,834
PRICETB	-0,299*	0,083	-0,204	0,212	-0,18	0,254	-0,305*	0,069
RATIODLT	-0,161	0,953	-0,126	0,961	-0,152	0,953	-0,723	0,783
SECTEUR	-6,277E-02	0,704	-0,129	0,422	-0,154	0,340	-7,72E-02	0,636
BÉTA	0,130	0,797	2,31E-02	0,962	-7,728E-03	0,987	3,226E-02	0,948
US	1,278	0,138	1,129	0,170	1,266	0,121	1,454*	0,085
TAILLE ENTREPRISE	0,202	0,449	0,312	0,222	0,268	0,290	0,276	0,285
BIN2004	2,911	0,354	18,40***	0,004	20,29***	0,004	3,695**	0,023
BIN2006	-0,203	0,962	7,23	0,415	7,903	0,443	4,715**	0,024
TAILLECV	1,519	0,654	—	—	—	—	—	—
TAILCV*B1	-0,320	0,682	—	—	—	—	—	—
TAILCV*B2	0,777	0,440	—	—	—	—	—	—
SCVNP	—	—	1,559	0,202	—	—	—	—
SCVNP * B1	—	—	-3,781***	0,008	—	—	—	—
SCVNP* B2	—	—	-0,904	0,644	—	—	—	—
SCVP	—	—	—	—	1,386	0,173	—	—
SCVP*B1	—	—	—	—	-3,134***	0,007	—	—
SCVP*B2	—	—	—	—	-0,787	0,641	—	—
Non dualité	—	—	—	—	—	—	3,194*	0,046
Non dualité *B1	—	—	—	—	—	—	-2,481	0,180
Non dualité *B2	—	—	—	—	—	—	-2,069	0,389

Sig. : signification des coefficients.

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 % ; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Légende :

Taille CV : taille du comité de vérification. SCVNP : score non pondéré du comité de vérification. SCVP : score pondéré du comité de vérification. Non dualité : variable binaire qui prend la valeur 1 si les fonctions de président du conseil et de chef de la direction sont assumées par deux personnes différentes. Binaire 1 : prend la valeur 1 pour les entreprises de l'année 2004 et 0 pour les autres.

Binaire 2 : prend la valeur 1 pour les entreprises de l'année 2006 et 0 pour les autres. Taille de l'entreprise : log de la capitalisation boursière. Bêta : beta de l'entreprise mesure son risque systématique. Price to book : ratio valeur sur le marché/valeur comptable de l'action. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. Secteur : secteur d'activité. Us : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 si non.

La relation entre le coût du capital et les scores pondéré et non pondéré du comité de vérification semble être plus forte durant l'année 2004 et ce, avant le changement de la réglementation. Ce changement affecte donc le lien entre le coût du capital et les caractéristiques du comité de vérification, ce qui confirme notre hypothèse H_{2b} . Ce résultat peut s'expliquer par le fait que les entreprises qui appliquaient des mesures plus rigoureuses au niveau du comité de vérification en tiraient profit avant que ces mesures ne soient réglementées. Une fois que les mesures sont obligatoires, leur application ne représente plus un avantage pour l'entreprise.

c. Test de l'hypothèse de recherche H_3 relative à la différence entre la réglementation canadienne et la réglementation américaine :

Pour les différentes variables explicatives reliées significativement au coût du capital, on cherche à savoir si le lien varie suivant que l'entreprise se trouve cotée sur le marché américain ou non. Les résultats, basés sur les termes d'interaction, sont présentés dans les tableaux 4.25 et 4.26.

Pour les caractéristiques du conseil d'administration, seule la non-dualité du président avait un coefficient significatif. On l'a introduit en présence d'un terme d'interaction (US* non dualité) dont le coefficient, si significatif, il indique que le lien entre la non dualité et le coût du capital varie suivant le fait que l'entreprise est cotée sur le marché américain ou non.

Les résultats, présentés dans le tableau 4.25, indiquent en effet que le coefficient du terme d'interaction (US* non dualité) est significatif. Ce résultat montre que le lien entre l'une des caractéristiques du conseil d'administration et le coût du capital varie en fonction de la cotation sur le marché américain ce qui soutient notre hypothèse H_{3a} .

Tableau
4.25 Impact de la cotation sur le marché américain sur le lien entre le coût du capital et la non-dualité du président

	Modèle	
R2 ajusté	8,7%	
F	2,641***	
Variables explicatives	Coefficients	Signification
(constante)	6,521***	0,008
BETA	-0,157	0,735
PRICETB	-0,270	0,106
Taille entreprise	0,252	0,311
US	-1,585	0,209
RATIODLT	-1,941	0,447
SECTEUR	-0,158	0,332
US*NDUAL	4,364***	0,006
NDUAL	-1,714	0,192

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 % ; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Modèle : $CC = Constante + \beta_1 \text{Beta} + \beta_2 \text{PriceTB} + \beta_3 \text{Taille entreprise} + \beta_4 \text{US} + \beta_5 \text{Ratio DLT} + \beta_6 \text{secteur} + \beta_7 (\text{US} * \text{Ndual}) + \beta_8 \text{Ndual}$

Légende :

Ndual : variable binaire qui prend la valeur 1 si les fonctions de président du conseil et de chef de la direction sont assumées par deux personnes différentes.

Taille de l'entreprise : log de la capitalisation boursière. Bêta : beta de l'entreprise mesure son risque systématique. Price to book : ratio valeur sur le marché/valeur comptable de l'action. Secteur : secteur d'activité de l'entreprise. Us : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 si non. RATIODLT : ratio dette à long terme/Actifs.

Pour les caractéristiques du comité de vérification, à savoir la taille du comité et les scores pondéré et non pondéré, dont le lien avec le coût du capital est significatif, on a introduit les termes d'interaction suivants dans les modèles : (US*taille CV), (US*SCVNP) et (US*SCVP).

Les résultats, au tableau 4.26, montrent que les coefficients des termes d'interaction sont non significatifs. La cotation sur le marché américain, où l'approche de réglementation est la même quant au comité de vérification, n'affecte pas le lien entre le coût du capital et les caractéristiques du comité de vérification.

Notre hypothèse H_{3b} , relative à la non-variation du lien entre le coût du capital et les caractéristiques du comité de vérification en fonction de la cotation sur le marché américain, est donc confirmée.

Tableau
4.26 Résultats pour la non-variation du lien entre le coût du capital les caractéristiques du comité de vérification

	Modèle 17		Modèle 18		Modèle 19	
R ² ajusté	5%		4,8%		4,6%	
F	1,908*		1,873*		1,838*	
Variables explicatives	Coefficient	signification	Coefficient	signification	Coefficient	signification
(constante)	14,629***	0,005	14,928***	0,005	7,248*	,064
BETA	-0,144	0,762	-0,158	0,740	-6,574E-02	0,892
PRICETB	-0,225	0,196	-0,227	0,189	-0,283	0,113
Taille entreprise	0,331	0,201	0,346	0,180	0,208	0,424
US	-5,884	0,311	-7,261	0,208	-3,627	0,327
RATIO DLT	-1,687	0,516	-1,719	0,508	-2,774	0,295
SECTEUR	-0,224	0,184	-0,204	0,222	-0,104	0,535
US*SCVP	1,215	0,213	—	—	—	—
SCVP	-1,644**	0,031	—	—	—	—
US*SCVNP	—	—	1,921	0,137	—	—
SCVNP	—	—	-2,298**	0,031	—	—
US*Taille CV	—	—	—	—	1,276	0,204
Taille CV	—	—	—	—	-0,428	0,648

Variable dépendante : coût du capital (CC); *significatif à 10 % ; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Modèle 17: CC = Constante + β_1 Beta + β_2 PriceTB + β_3 Taille entreprise + β_4 US + β_5 Ratio DLT + β_6 secteur + β_7 (US*SCVP) + β_8 SCVP

Modèle 18 : CC = Constante + β_1 Beta + β_2 PriceTB + β_3 Taille entreprise + β_4 US + β_5 Ratio DLT + β_6 secteur + β_7 (US*SCVNP) + β_8 SCVNP

Modèle 19: CC = Constante + β_1 Beta + β_2 PriceTB + β_3 Taille entreprise + β_4 US + β_5 Ratio DLT + β_6 secteur + β_7 (US*TailleCV) + β_8 TailleCV

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 % ; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Légende :

Taille CV : taille du comité de vérification. SCVNP : score non pondéré du comité de vérification.

SCVP : score pondéré du comité de vérification. Non dualité : variable binaire qui prend la valeur 1 si les fonctions de président du conseil et de chef de la direction sont assumées par deux personnes différentes. Taille de l'entreprise : log de la capitalisation boursière. Bêta : beta de l'entreprise mesure son risque systématique. Price to book : ratio valeur sur le marché/valeur comptable de l'action. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. Secteur : secteur d'activité. Us : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 si non.

– Sensibilité aux variables de contrôle :

Pour la taille de l'entreprise, on a remplacé la mesure basée sur la capitalisation boursière par un mesure basée sur l'actif total et ce afin d'éviter les interrelations possibles entre la variable coût du capital, dont l'estimation comprend le prix de l'action. Les résultats obtenus ne varient pas suite au changement de la variable de mesure de la taille de l'entreprise comme le montre le tableau 4.28.

Tableau
4.28 Résultats avec changement de la mesure de la taille de l'entreprise (Log des actifs)

	Modèle 24		Modèle 25		Modèle 26		Modèle 27	
R ² ajusté	3,4%		4,1%		3,7%		3,4%	
F	1,689		1,839*		1,758*		1,698	
	Coefficient	Sig.	Coefficient	Sig.	Coefficient	Sig.	coefficient	Sig.
(constant)	9,12***	0,010	10,157***	0,006	4,408*	0,090	5,125**	0,046
TAILLE ENTREPRISE	0,361	0,212	0,357	0,213	8,417E-02	0,782	0,200	0,486
BETA	-5,086E-02	0,915	-6,128E-02	0,898	2,061E-02	0,966	-7,67E-02	0,873
PRICETB	-0,183	0,290	-0,181	0,295	-0,306*	0,092	-,235	0,176
SECTEUR	-0,195	0,249	-0,214	0,208	-0,134	0,426	-,148	0,379
US	1,034	0,220	1,102	0,189	0,950	0,261	1,070	0,204
RATIODLT	-0,195	0,249	-2,858	0,298	-2,947	0,285	-2,743	0,320
SCVNP	-0,988 *	0,104						
SCVP			-0,900*	0,058				
Taille CV					0,698*	0,080		
Non dualité							1,263*	0,101

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 % ; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Légende :

Taille CV : taille du comité de vérification.

SCVNP : score non pondéré du comité de vérification.

SCVP : score pondéré du comité de vérification.

Non dualité : variable binaire qui prend la valeur 1 si les fonctions de président du conseil et de chef de la direction sont assumées par deux personnes différentes.

Taille de l'entreprise : log des actifs. Bêta : beta de l'entreprise. Price to book : ratio valeur sur le marché/valeur comptable de l'action. Secteur : secteur d'activité. Us : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 si non. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs.

Certaines études montrent un lien entre la qualité de l'audit, telle que mesurée par la taille du cabinet d'audit, et le coût du capital (Kuruma et Raman, 2006; Yu et Wang, 2008). Les résultats, présentés dans le tableau 4.29, demeurent inchangés suite à l'introduction de la variable audit.

Tableau
4.29 Résultats suite à l'introduction de la variable Audit

	Modèle 28		Modèle 29		Modèle 30		Modèle 31	
R ² ajusté	3,4%		4%		3,5%		3,8%	
F	1,606		1,724*		1,634		1,111	
	Coefficient	Sig.	Coefficient	Sig.	Coefficient	Sig.	coefficient	Sig.
(constant)	9,428***	0,008	10,359***	0,005	3,857	0,159	5,171**	0,045
Taille entreprise	0,405	0,119	0,396	0,125	0,234	0,375	0,312	0,225
BETA	-8,07E-02	0,866	-9,15E-02	0,848	1,279E-02	0,979	-8,45E-02	0,859
PRICETB	-0,265	0,125	-0,263	0,128	-0,330	0,061	-0,278*	0,103
SECTEUR	-0,201	0,235	-0,218	0,198	-0,125	0,459	-,148	0,378
US	1,266	0,117	1,329*	0,099	0,994	0,227	1,199	0,138
RATIODLT	-1,863	0,476	-1,867	0,473	-2,674	0,316	-2,220	0,397
Audit	-0,757	0,592	-0,679	0,630	-0,540	0,703	-1,138	0,423
SCVNP	-0,990*	0,102						
SCVP			-0,888*	0,061				
Taille CV					0,649*	0,091		
Non dualité							1,363*	0,07

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 %; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Légende :

Taille CV : taille du comité de vérification.

SCVNP : score non pondéré du comité de vérification.

SCVP : score pondéré du comité de vérification.

Non dualité : variable binaire qui prend la valeur 1 si les fonctions de président du conseil et de chef de la direction sont assumées par deux personnes différentes.

Taille de l'entreprise : log de la capitalisation boursière. Bêta : beta de l'entreprise. Price to book : ratio valeur sur le marché/valeur comptable de l'action. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs.

Secteur : secteur d'activité. Us : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 si non.

Audit : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 si non.

– Sensibilité au contexte légal :

Certaines études documentent l'impact du contexte et de la protection légale sur le coût du capital (Laurin, Bozec et Meier 2010; Chen, Chen et Wei, 2011). Au Canada deux régimes légaux se côtoient; le régime du Commun Law pour toutes les entreprises canadiennes excepté celles cotées au Québec et qui sont soumises au régime du droit civil.

Étant donné que dans notre échantillon on a dénombré 26 entreprises sur les 139, soit plus de 18%, qui sont incorporées au Québec, on a choisi d'introduire une variable binaire (Québec) qui prend la valeur 1 pour les entreprises incorporées dans cette province et 0 ailleurs.

Les résultats présentés dans le tableau 4.30 montrent que cette variable n'est pas reliée au coût du capital. Les résultats relatifs au lien entre le coût du capital et la dualité du président du conseil, les scores et la taille du comité de vérification demeurent stables et inchangés.

Tableau
4.30 Résultats suite à l'introduction de la variable Québec

	Modèle 32		Modèle 33		Modèle 34		Modèle 35		Modèle 36	
R ² ajusté	1,9%		3,2%		3,9%		3,2%		3,3%	
F	1,387		1,568		1,5*		1,568		1,585	
	Coeff.	Sig.	Coeff.	Sig.	Coeff.	Sig.	Coeff.	Sig.	Coeff.	Sig.
(constant)	4,94**	0,04	8,928**	0,009	9,951***	0,006	3,500	0,162	4,39*	0,068
Taille entreprise	0,319	0,217	0,388	0,136	0,380	0,141	0,204	0,440	0,291	0,258
BETA	-0,080	0,871	-0,079	0,870	-0,089	0,855	0,058	0,906	-0,093	0,847
PRICETB	-0,29*	0,096	-0,279	0,107	-0,275	0,111	-0,35**	0,046	-0,296*	0,087
SECTEUR	-0,151	0,374	-0,190	0,266	-0,208	0,224	-0,104	0,542	-0,135	0,423
US	1,220	0,134	1,220	0,132	1,286	0,111	0,906	0,272	1,146	0,157
RATIODL T	-1,721	0,517	-1,855	0,483	-1,853	0,481	-2,571	0,337	-2,228	0,402
Québec	-0,190	0,844	-0,087	0,928	-0,098	0,918	-0,487	0,627	-0,013	0,989
SCVNP	—	—	-0,994*	0,103	—	—	—	—	—	—
SCVP	—	—	—	—	-0,897*	0,059	—	—	—	—
Taille CV	—	—	—	—	—	—	0,695*	0,072	—	—
Non dualité	—	—	—	—	—	—	—	—	1,283*	0,095

Variable dépendante : coût du capital; *significatif à 10 %; **significatif à 5 %; *** significatif à 1 %.

Légende :

Taille CV : taille du comité de vérification.

SCVNP : score non pondéré du comité de vérification.

SCVP : score pondéré du comité de vérification.

Non dualité : variable binaire qui prend la valeur 1 si les fonctions de président du conseil et de chef de la direction sont assumées par deux personnes différentes.

Taille de l'entreprise : log de la capitalisation boursière. Bêta : beta de l'entreprise. Price to book : ratio valeur sur le marché/valeur comptable de l'action. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs.

Secteur : secteur d'activité. Us : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est cotée sur le marché américain et 0 si non.

Québec : variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est fondée à la province du Québec et 0 ailleurs.

4.5 Conclusion

Nos résultats révèlent qu'il existe, en effet, un lien entre les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités et le coût du capital. Ce lien est d'autant plus accentué pour les caractéristiques du comité de vérification. Nos analyses montrent qu'il y a eu un changement significatif dans les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités suite au changement de la réglementation canadienne en 2005. Nos résultats révèlent une différence dans le lien entre le coût du capital et les caractéristiques du conseil entre les entreprises cotées à la bourse de Toronto et celles qui sont en plus cotées à la bourse de New York. Comme attendu, la cotation sur le marché américain n'affecte pas le lien entre les caractéristiques du comité de vérification et les coûts du capital. Ce résultat peut s'expliquer par la similitude de l'approche de réglementation entre le Canada et les États-Unis en ce qui concerne le comité de vérification.

Les différents scores élaborés pour mesurer les caractéristiques du conseil sont exogènes et ont donc permis d'éliminer les problèmes d'endogénéité rencontrés généralement avec les variables relatives à la gouvernance. À la lumière de nos résultats⁹⁰, les caractéristiques du comité de vérification affectent négativement et significativement le coût du capital des entreprises de l'échantillon. Les caractéristiques du conseil ou des autres comités, telles que mesurées par les différents scores n'ont pas de lien significatif avec le coût du capital. Ce dernier résultat rejoint ceux d'Epps et Cereola (2007). Utilisant l'indice de mesure de la gouvernance ISS, les résultats de ces chercheurs indiquent que performance financière⁹¹ de l'entreprise n'est pas reliée à l'indice de gouvernance. Dans la même veine, Bhagat et al. (2008) concluent que les différents scores élaborés dans la littérature pour la mesure de la gouvernance sont peu ou pas reliés à la performance financière de l'entreprise.

⁹⁰ La majorité de nos résultats, exceptée pour la taille du comité de vérification, sont robustes.

⁹¹ La performance de l'entreprise est mesurée dans ce cas par les deux indicateurs ROA et ROE.

CONCLUSION

Les différents mécanismes de gouvernance sont mis en place dans le but de maximiser la valeur de la firme (Agrawal et Knoeber, 1996), d'assurer un meilleur rendement aux investisseurs (Shleifer et Vishny (1997) et de limiter leurs risques (Finet, 2005). Le renforcement de la réglementation relative à la gouvernance, entré en application en 2005, avait pour objectif de susciter la confiance des investisseurs externes et de les rassurer quant au risque d'être dépossédés par les dirigeants. Dans la littérature, on retrouve peu d'évidences quant à l'impact du renforcement de la réglementation relative à la gouvernance en général et au conseil d'administration, en particulier sur le coût du capital. Les résultats obtenus indiquent que les caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités ont été affectées par la mise en application, en 2005, de la réglementation canadienne relative à la gouvernance des entreprises cotées.

Les résultats de cette étude montrent que les caractéristiques du conseil d'administration varient selon que l'entreprise est cotée uniquement sur le marché canadien ou conjointement sur le marché américain. Au niveau du comité de vérification, où l'approche de réglementation est la même, aussi bien sur le marché canadien que celui américain, il ne semble pas y avoir de différence entre les entreprises cotées sur le marché canadien et les entreprises qui sont aussi cotées sur le marché américain.

Les résultats de l'étude font ressortir, d'une part, une relation positive et significative entre la non-dualité du président ainsi que la taille du comité de vérification et le coût du capital. D'autre part, les résultats révèlent une robuste relation négative et significative entre l'ensemble des caractéristiques du comité de vérification et le coût du capital.

Pour les indices de mesure de l'ensemble des caractéristiques du conseil et de ses comités, nos résultats rejoignent les conclusions de Bhagat et al. (2008) dans le sens où la relation entre le coût du capital et la mesure des caractéristiques du conseil et de ses comités moyennant l'indice de mesure utilisé est faible. Cependant pour la partie de l'indice relative aux caractéristiques du comité de vérification, on a pu observer une relation négative et significative avec le coût du capital.

Les résultats obtenus souffrent de certaines limites inhérentes aux mesures des variables comme les caractéristiques du conseil d'administration ou encore le coût du capital.

Pour l'élaboration des indices des caractéristiques du conseil, la mesure de la présence d'un expert financier est basée uniquement sur la détention de titre comptable ou financier et non pas sur l'expérience de la personne désignée par le conseil comme expert. Ceci a permis d'éviter toute subjectivité d'interprétation de la compétence financière des membres du conseil. Cependant, cela pourrait bien exclure plusieurs entreprises ayant une personne avec une expérience financière ou les conseils d'administration.

Le coût du capital, à la différence des autres indicateurs de la performance financière utilisés dans la littérature comme le ROA et le Tobin's Q, n'est pas basé sur des chiffres comptables. Il échappe donc aux biais inhérents à l'information comptable. La mesure du coût du capital utilisée dans cette étude est l'une des plus utilisées dans la littérature (Ohlson et Juettner-Nauroth, 2005; Easton, 2004; Botosan et Plumlee, 2005; Khurana et Raman, 2006; Seow, Shangguan et Vasudevan, 2006).

Cependant, l'une des principales limites de l'estimateur utilisées du coût du capital, c'est qu'il se base, entre autres, sur les prévisions des analystes des rendements réalisés à 12 et 24 mois de la date d'intérêt. Ceci a conduit à l'élimination de plusieurs entreprises de l'échantillon⁹².

⁹² Les entreprises sont éliminées pour cause de données manquantes ou pour non respect de la condition d'un écart positif entre les rendements estimés à 24 et 12 mois de la date d'intérêt.

Le problème est accentué par l'aspect prévisionnel des rendements réalisés et du risque d'erreurs dans les prévisions des analystes (Hail et Leuz, 2006). À notre connaissance, dans la littérature aucune solution ou remède à cette limite n'est encore proposé.

Les analyses effectuées ont permis de révéler que les caractéristiques du conseil et des comités sont affectées par le changement de la loi canadienne et par la cotation de l'entreprise sur le marché américain. Notre étude est effectuée uniquement sur une période de trois années, qui se centre autour de la date de l'application de la nouvelle réglementation canadienne en matière de gouvernance. Élargir la période d'étude permettrait d'avoir une meilleure idée de l'évolution des caractéristiques du conseil et de ses comités ainsi que des retombées financières de cette évolution.

L'indice de mesure spécifique aux attributs du conseil d'administration élaboré et validé dans le cadre de cette étude peut être utilisé dans différentes autres recherches. Cet indice, plus complet qu'une seule variable de mesure, permet d'avoir une vision globale et une mesure agrégée des particularités d'un conseil d'administration et peut être utilisé dans d'autres études reliant le conseil d'administration et ses comités à la performance financière de l'entreprise. L'indice ainsi élaboré pourrait servir de mesure comparative des caractéristiques du conseil d'administration au contexte canadien à travers différentes périodes de temps.

La consultation des experts, réalisée pour la construction de l'indice, montre qu'on peut impliquer plusieurs intervenants dans ce processus tels que les experts financiers (consultants, conseillers financiers, gestionnaires de fond d'investissement) ou encore les entreprises elles-mêmes et ce, en les questionnant sur l'utilité, la difficulté d'application de certaines mesures ou encore sur les mesures à prioriser par la réglementation. Procéder à l'étude du sujet moyennant des questionnaires ou des études de cas des entreprises est une voie de recherche future envisageable.

La gouvernance des entreprises canadiennes et à travers le monde est en pleine période de changement. Il serait aussi intéressant d'effectuer une comparaison internationale pour montrer l'impact de l'intervention de la réglementation touchant le conseil d'administration, en Europe ou en Asie par exemple, sur le coût du capital et les caractéristiques du conseil.

APPENDICE A
ANALYSE COMPARATIVE DES INDICES DE MESURES DANS
LA LITTÉRATURE AVEC L'INDICE UTILISÉ

Tableau
A.1 Analyse comparative des indices de mesures, ayant une ou plusieurs sections relatives au conseil d'administration, les plus utilisés dans la littérature avec l'indice utilisé dans la présente étude

Indices dans la littérature ⁹³	Études	Points communs avec l'indice de l'étude	Divergences ⁹⁴
The Corporate library (TLC)	Donker et Zahir (2008)	Indépendance du conseil, Taille du conseil Dualité Composition du comité d'audit Composition du comité de rémunération Composition du comité de rémunération Code d'éthique	Élection annuelle du conseil Présence des membres du conseil aux réunions Présence des membres du conseil sur des conseils d'administration d'autres compagnies Propriété des dirigeants externes. Contrat et rémunération du président de la compagnie Structure de la propriété Propriété des directeurs externes Prise des décisions du conseil
Governance Metric international (GMI)	Donker et Zahir (2008)	Indépendance du conseil, Taille du conseil Dualité Composition du comité d'audit Composition du comité de rémunération Composition du comité de rémunération Code d'éthique	Élection annuelle du conseil Présence des membres du conseil aux réunions Présence des membres du conseil sur des conseils d'administration d'autres compagnies Rémunération des dirigeants. Divulgaration financière et contrôle interne Structure de propriété Investissement social et réputation. Droit des actionnaires
Institutional Share Holder Services (ISS)	Epps et Cereola (2007)	Structure du conseil d'administration Chartes	Élection annuelle du conseil Présence des membres du conseil aux réunions Présence des membres du conseil sur des conseils d'administration d'autres compagnies

⁹³ Il est à noter que l'accès à tous les indices cités dans ce tableau est payant. Les coûts d'accès varient entre 3000 et 80 000\$ par an.
⁹⁴ Dans la colonne divergence du tableau précédent, on retrouve les éléments des indices qui dépassent ou ne répondent pas aux objectifs de la recherche.

Institutional Share Holder Services (ISS)			Propriété des dirigeants. Rémunération des membres du conseil Rémunérations des dirigeants Structure de propriété Audit Les mesures de takeover La formation des dirigeants
S&P	Donker et Zahir (2008)	Structure du conseil d'administration	Élection annuelle du conseil Présence des membres du conseil aux réunions Présence des membres du conseil sur des conseils d'administration d'autres compagnies Propriété des dirigeants. Propriété, droits et relation avec les actionnaires Structure de la propriété Divulgaration et transparence financière.
Glob and Mail	Foerster et Huan (2004)	Indépendance du conseil Non dualité du président du conseil Évaluation du conseil Rencontre des indépendants Indépendance du comité d'audit Indépendance du comité de rémunération Indépendance du comité de nomination	Rémunération Droit des actionnaires Divulgaration
Gompers Ishii et Metrick (2003)	Gompers, ISHII et Metrick (2003) Defond, Hann et Hu (2005) Brown et Caylor (2006)	Indépendance du comité d'audit et des différents comités, Indépendance du conseil d'administration, Non-dualité du président, Présence d'experts financiers sur les comités.	Réglementation des opérations entre administrateurs et l'entreprise. Éléments des contrats des dirigeants Rémunération des dirigeants.

APPENDICE B
QUESTIONNAIRE ENVOYÉ PAR COURRIER ÉLECTRONIQUE
POUR LA CONSULTATION DES EXPERTS EN FINANCE
QUANT À L'ÉLABORATION DE L'INDICE DE MESURE DES
CARACTÉRISTIQUES DU CONSEIL ET DE SES COMITÉS

Indice de collecte de données relatives à la gouvernance

L'indice suivant est élaboré afin d'évaluer les pratiques de gouvernance corporative d'un échantillon d'entreprises canadiennes suite au changement de la réglementation. L'indice représente la conformité en 30 points à l'instruction générale 58-201 entrée en application en juin 2005 ainsi que le règlement 52-110 entré en vigueur en mai 2004.

À l'aide de l'échelle suivante veuillez indiquer le degré d'importance, selon vous, qu'on peut accorder à chaque élément de l'indice :

Si l'élément est sans importance ; 0

Si l'élément est important ; 1

Si l'élément est très important; 2

Votre contribution est d'une grande importance notamment pour valider les différents éléments de l'indice ainsi que pour leur accorder un poids différent lors de notre analyse.

Cordialement,

Ahmed Naciri, PhD., département des sciences comptables ESG-UQAM

Hanen Khemakhem, étudiante au programme de doctorat en Administration, ESG-UQAM

Tableau
B.1 Indice de mesure des pratiques de gouvernance relatives au conseil d'administration et de ses comités selon la réglementation canadienne

Organe	Pratiques	Mesure	Importance ; 0, 1 ou 2
Conseil d'administration	Indépendance	Il s'agit d'avoir une majorité indépendante d'administrateurs au sein du conseil d'administration et ce au sens du règlement 52-110.	
	Indépendance du président	Indépendance du président du conseil d'administration au sens du règlement 52-110.	
	Non dualité	C'est la séparation entre les fonctions du président du conseil et du chef de la direction.	
	Code d'éthique	Il s'agit de l'existence d'un code d'éthique rédigé et déclaré qui régit la conduite des membres du conseil.	
	Charte ou mandat écrit	Il s'agit d'un mandat ou d'une charte écrite et spécifique au conseil d'administration et qui définit ses tâches et ses responsabilités.	
	Évaluation périodique	Indique si l'activité du conseil est évaluée périodiquement.	
	Formation continue des administrateurs	Indique si l'ensemble des administrateurs reçoivent une formation pour mieux exercer leur fonction.	
	Réunion des indépendants	Indique s'il y a eu des réunions entre les membres indépendants du conseil.	
	Expert financier	Présence d'un ou de plusieurs membres du conseil détenant un titre professionnel comme CA, CGA, CMA, CFA.	
	Total du conseil	Il s'agit du total des membres du conseil (indépendants ou non).	

Comité de vérification	Indépendance totale	Le règlement 52-110 exige que le comité de vérification soit totalement indépendant.	
	Indépendance	Les membres du comité sont, en majorité, indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Charte ou mandat écrit	Il s'agit d'un mandat ou d'une charte écrite et spécifique au comité et qui définit ses tâches et ses responsabilités.	
	Trois membres au minimum	Le règlement 52-110 indique clairement que ce comité doit comprendre au moins 3 membres.	
	Expert financier	Présence d'un ou de plusieurs membres du comité détenant un titre financier comme CA, CGA, CMA, CFA.	
Comité de nomination	Total des membres	Total des membres composant ce comité.	
	Indépendance totale	Les membres du comité sont tous indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Indépendance	Les membres du comité sont, en majorité, indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Charte ou mandat écrit	Il s'agit d'un mandat ou d'une charte écrite et spécifique au comité et qui définit ses tâches et ses responsabilités.	
	Expert financier	Présence d'un ou de plusieurs membres du comité détenant un titre financier comme CA, CGA, CMA, CFA.	

Comité de rémunération ou ressources humaines	Total des membres	Total des membres composant ce comité.	
	Indépendance totale	Les membres du comité sont tous indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Indépendance	Les membres du comité sont, en majorité, indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Charte ou mandat écrit	Il s'agit d'un mandat ou d'une charte écrite et spécifique au comité et qui définit ses tâches et ses responsabilités.	
	Expert financier	Présence d'un ou de plusieurs membres du comité détenant un titre professionnel comme CA, CGA, CMA, CFA.	
Comité de gouvernance	Total des membres	Total des membres composant ce comité.	
	Indépendance totale	Les membres du comité sont tous indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Indépendance	Les membres du comité sont, en majorité, indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Charte ou mandat écrit	Il s'agit d'un mandat ou d'une charte écrite et spécifique au comité et qui définit ses tâches et ses responsabilités.	
	Expert financier	Présence d'un ou de plusieurs membres du comité détenant un titre professionnel comme CA, CGA, CMA, CFA.	

Autre comité	Total des membres	Total des membres composant ce comité.	
	Indépendance totale	Les membres du comité sont tous indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Indépendance	Les membres du comité sont, en majorité, indépendants au sens du règlement 52-110.	
	Charte ou mandat écrit	Il s'agit d'un mandat ou d'une charte écrite et spécifique au comité et qui définit ses tâches et ses responsabilités.	
	Expert financier	Présence d'un ou de plusieurs membres du comité détenant un titre professionnel comme CA, CGA, CMA, CFA.	

Avez-vous des commentaires ?

.....

.....

.....

.....

.....

Merci pour votre précieuse contribution !

APPENDICE C
GRILLE DE MESURE PONDÉRÉE DES CARACTÉRISTIQUES
DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DE SES COMITÉS
SUITE À LA CONSULTATION DES EXPERTS

Tableau
C.1 Grille de mesure pondérée des caractéristiques du conseil d'administration et de ses comités suite à la consultation des experts

Organe	Pratiques	Mesure	Score non pondéré ⁹⁵	Pondération	Score pondéré
Conseil d'administration	Indépendance	une majorité indépendante (règlement 52-110)		1,75	
	Indépendance du président	Indépendance du président du conseil		2	
	Non dualité	la séparation des fonctions du président du conseil et du chef de la direction.		2	
	Code d'éthique	existence d'un code d'éthique rédigé et déclaré qui régit la conduite des membres du conseil.		1,25	
	Charte ou mandat écrit	un mandat ou d'une charte écrite et spécifique au conseil d'administration et qui définit ses tâches et ses responsabilités.		1,5	
	Évaluation périodique	l'activité du conseil est évaluée périodiquement.		1	
	Formation continue des administrateurs	l'ensemble des administrateurs reçoivent une formation pour mieux exercer leur fonction.		1	
	Réunion des indépendants	des réunions entre les membres indépendants du conseil.		0,75	
	Expert financier	1 ou de plusieurs détenant un titre CA, CGA, CMA, CFA.		1,125	
	Total du conseil	total des membres du conseil ⁹⁶			
Comité de vérification	Indépendance totale	le comité de vérification totalement indépendant.		1,5	
	Indépendance	comité est en majorité indépendant		1,25	
	Charte ou mandat écrit	mandat ou d'une charte écrite et spécifique au comité ces tâches et ses responsabilités.		1,75	
	Trois membres	Ce comité comprend au moins 3 membres.		1	
	Expert financier	un ou de plusieurs membres du comité détenant un titre financier comme CA, CGA, CMA, CFA.		1,125	
Comité de	Total des membres	Total des membres			

⁹⁵ Pour le score non pondéré, un point est accordé en présence de chacune des caractéristiques de la grille.

⁹⁶ Aucun point n'est accordé pour le nombre total du conseil ou des comités sauf dans le cas du comité de vérification. Dans ce dernier cas la loi exige clairement un minimum de 3 membres. Le point est accordé pour les entreprises qui rencontrent cette exigence.

nomination	Indépendance totale	membres du comité tous indépendants		1,25
	Indépendance	membres du comité, en majorité, indépendants		1,125
	Charte ou mandat écrit	mandat ou d'une charte écrite spécifique au comité et définit ses tâches et ses responsabilités.		1,75
	Expert financier	Présence d'un ou de plusieurs membres détenant un titre comme CA, CGA, CMA, CFA.		1,125
Comité de rémunération ou ressources humaines	Total des membres	Total des membres		
	Indépendance totale	membres tous indépendants		0,75
	Indépendance	membres en majorité indépendants		1,5
	Charte ou mandat écrit	mandat ou charte écrite et spécifique au comité et qui définit ses tâches et ses responsabilités.		1,75
Comité de gouvernance	Expert financier	1 ou de plusieurs membres détenant un titre		0,625
	Total des membres	Total des membres		
	Indépendance totale	membres tous indépendants		0,5
	Indépendance	membres en majorité indépendants		1,5
Autre comité	Charte ou mandat écrit	mandat ou charte écrite et spécifique au comité et qui définit ses tâches et ses responsabilités.		1,75
	Expert financier	1 ou plusieurs membres détenant un titre		0,625
	Total des membres	Total des membres		
	Indépendance totale	membres tous indépendants		1
	Indépendance	membres en majorité indépendants		0,5
	Charte ou mandat écrit	mandat ou charte écrite et spécifique au comité et qui définit ses tâches et ses responsabilités.		1,25
	Expert financier	d'un ou de plusieurs membres détenant un titre		1,125
	Total	Total		

APPENDICE D
TEST D'HAUSMAN POUR L'ENSEMBLE DES VARIABLES
RELATIVES AUX CONSEILS D'ADMINISTRATION ET SES
COMITÉS

Test d'Hausman pour les variables explicatives relatives au conseil d'administration et ses comités

Pour détecter l'endogénéité possible des différentes variables relatives au conseil d'administration et ses comités ainsi que les différentes mesures élaborées avec l'indice de mesure nous avons utilisé le test d'Hausman.

L'endogénéité des variables explicatives est détectée moyennant le test d'Hausman réalisé comme suit : dans une première étape, la variable, dont l'endogénéité est possible, est régressée sur un ensemble de variables explicatives pertinentes. Les résidus de cette première régression sont sauvegardés. Dans une deuxième étape, la même variable ainsi que les résidus sauvegardés sont introduits tous les deux dans le modèle explicatif du coût du capital. Si le coefficient des résidus est significatif, alors la composante du score est endogène et doit être à son tour expliquée par des variables explicatives d'où la nécessité de recourir à un système d'équations⁹⁷.

Variable 1 : Taille du comité de vérification :

Étape 1 : régression de la variable taille du comité de vérification sur un ensemble de variables explicatives pertinentes et sauvegarde des résidus.

Étape 2 : réintroduire la variable explicative taille du comité de vérification avec ses résidus dans la régression expliquant le coût du capital. Les résultats montrent que les résidus ne sont pas significatifs comme le montre le tableau suivant. On peut conclure que la variable taille du comité de vérification est exogène et que les résultats obtenus moyennant une moindre carrée ordinaire sont stables.

⁹⁷ Gujarati (2004) et Greene (2003) discutent du problème d'endogénéité des variables explicatives et proposent le test d'Hausman ainsi que l'instrumentation de la variable explicative comme solution.

Tableau
D.1 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « taille du comité de vérification »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	2,030	0,498		4,077	0,000
PRICETB	0,111	0,034	0,235	3,280	0,001
RATIODLT	0,900	0,509	,124	1,768	0,079
SECTEUR	-5,113E-02	0,033	-0,110	-1,562	0,121
US	0,220	0,159	0,097	1,387	0,168
TAILLE	1,412E-02	0,054	0,020	,263	0,793
BETA	5,934E-03	0,095	0,004	,062	0,950
INDEP	0,201	0,028	0,541	7,227	0,000
AUDIT	-0,403	0,273	-0,101	-1,476	0,142
ROA	1,208E-02	0,006	0,134	1,885	0,062

Variable dépendante : Taille du comité d'audit

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. INDEP : nombre d'administrateurs indépendants du conseil. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dette à long terme. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Tableau
D.2 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « taille du comité de vérification »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	4,320	2,774		1,557	0,122
PRICETB	-0,307	0,178	-0,159	-1,719	0,088
RATIODLT	-2,155	2,763	-0,073	-0,780	0,437
SECTEUR	-0,141	0,170	-0,075	-0,829	0,409
US	1,129	0,847	0,122	1,334	0,185
TAILLE	0,284	0,275	0,097	1,032	0,304
BETA	-5,477E-02	0,488	-0,010	-0,112	0,911
TAILLECV	0,260	0,681	0,064	0,381	0,704
Unstandardized Residual	0,586	0,819	0,108	0,716	0,475

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : Taille CV : nombre de membre sur le comité de vérification. US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dette à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 2 : Score du comité de vérification non pondéré :

Étape 1 : L'étape 1 du test consiste à régresser le score non pondéré du comité de vérification sur l'ensemble des variables explicatives pertinentes (tableau D.3).

Tableau
D.3 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du comité de vérification non pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	3,842	0,227		16,890	0,000
BETA	2,676E-02	0,043	0,035	0,627	0,532
RATIODLT	0,175	0,232	0,042	0,755	0,452
PRICETB	-1,262E-03	0,016	-0,005	-0,081	0,936
TAILLE	3,016E-02	0,023	0,073	1,296	0,197
US	-1,726E-02	0,071	-0,013	-0,241	0,810
SECTEUR	-4,201E-02	0,015	-0,156	-2,786	0,006
AUDIT	-3,924E-02	0,126	-0,017	-0,312	0,755
ROA	5,274E-03	0,003	0,101	1,788	0,076
EXPERT	0,933	0,064	0,772	14,561	0,000

Variable dépendante : score du comité de vérification non pondéré.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dette à long terme. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. EXPERT: variable binaire qui prend la valeur 1 si une des membres du comité d'audit détient un titre.

Étape 2 : Introduire la variable explicative `score non pondéré du comité de vérification avec les résidus obtenus dans l'Étape1 dans la régression relative au coût du capital.

On remarque que le coefficient des résidus est non significatif (voir tableau D.4) d'où on peut conclure que la variable score non pondéré du comité de vérification est exogène. Les résultats obtenus avec MCO sont stables.

Tableau
D.4 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du comité de vérification non pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	7,115	3,854		1,846	0,067
BETA	-9,147E-02	0,475	-0,017	-0,192	0,848
RATIODLT	-1,848	2,598	-0,062	-0,711	0,478
PRICETB	-0,281	0,170	-0,146	-1,652	0,101
TAILLE	0,361	0,258	0,124	1,396	0,165
US	1,232	0,797	0,133	1,545	0,125
SECTEUR	-0,176	0,168	-0,093	-1,048	0,297
CVNP	-0,552	0,758	-0,079	-0,728	0,468
Unstandardized Residual	-1,204	1,245	-0,102	-0,967	0,335

Variable dépendante : coût du capital

Légende : CVNP : Score du comité de vérification non pondéré: un point par élément conforme à la réglementation au niveau du comité de vérification.

US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 3 : Score du comité de vérification pondéré :

Étape 1 : Régression du score du comité de vérification pondéré sur un ensemble de variables explicatives pertinentes et sauvegarde des résidus (tableau D.5).

Étape 2 : Réintroduire la variable score du comité de vérification pondéré et les résidus obtenus dans l'étape 1 dans la régression relative au coût du capital.

Comme le montre le tableau D.6, le coefficient des résidus est non significatif, on peut donc conclure qu'il n'y a pas de problème d'endogénéité au niveau de la variable score du comité de vérification pondéré.

Tableau
D.5 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du comité de vérification pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	5,319	0,333		15,993	0,000
BETA	2,182E-02	0,062	0,022	0,350	0,727
RATIODLT	0,207	0,340	0,038	0,609	0,543
PRICETB	3,641E-03	0,023	0,010	0,159	0,874
TAILLE	1,802E-02	0,034	0,034	0,530	0,597
US	5,381E-02	0,104	0,032	0,515	0,607
SECTEUR	-6,471E-02	0,022	-0,187	-2,935	0,004
AUDIT	4,784E-02	0,184	0,016	0,260	0,795
EXPERT	1,070	0,094	0,690	11,417	0,000
ROA	8,310E-03	0,004	0,123	1,927	0,056

Variable dépendante : score du comité de vérification pondéré.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. EXPERT: variable binaire qui prend la valeur 1 si une des membres du comité d'audit détient un titre comptable ou financier.

Tableau
D.6 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du comité de vérification pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	7,282	4,335		1,680	0,095
BETA	-9,705E-02	0,473	-0,018	-0,205	0,838
RATIODLT	-1,842	2,587	-0,062	-0,712	0,478
PRICETB	-0,280	0,169	-0,145	-1,651	0,101
TAILLE	0,352	0,256	0,121	1,375	0,172
US	1,265	0,795	0,137	1,591	0,114
SECTEUR	-0,182	0,170	-0,096	-1,072	0,286
SCVP	-0,427	0,651	-0,078	-0,655	0,514
Unstandardized Residual	-0,978	0,936	-0,121	-1,044	0,298

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : SCVP : Score du comité de vérification pondéré : score du comité de vérification pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts.

US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 4 : Présence d'un expert financier sur le comité de vérification :

Étape 1 : Régression logistique de la variable 'Présence d'un expert financier sur le comité de vérification' sur un ensemble de variables explicatives.

Étape 2 : Cette étape consiste à réintroduire la variable présence d'un expert financier sur le comité de vérification avec les résidus obtenus de l'étape 1.

Comme le montre le tableau suivant, le coefficient des résidus est non significatif. La variable Présence d'un expert financier sur le comité de vérification est exogène.

Vu que la variable expert est une variable binaire on a utilisé un logit et on a conservé les résidus ou encore la différence entre les probabilités observé et prédite. Le tableau D.8 montre que le coefficient des résidus, introduits dans la régression du coût du capital, est non significatif.

Tableau
D.7 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « présence d'un expert financier sur le comité de vérification »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	,145	0,311		0,465	0,643
BETA	-5,982E-03	0,058	-0,009	-0,102	0,919
RATIODLT	-,264	0,317	-0,075	-0,831	0,407
PRICETB	1,878E-02	0,021	0,083	0,881	0,380
SECTEUR	1,341E-02	0,021	0,060	0,651	0,516
US	1,632E-02	0,098	0,015	0,167	0,868
TAILLE	2,498E-02	0,032	0,073	0,787	0,433
ROA	2,582E-03	0,004	0,060	0,641	0,523
AUDIT	0,127	0,172	0,066	0,739	0,461

Variable dépendante ; présence d'un expert

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Tableau
D.8 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « présence d'un expert sur le comité de vérification »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	2,471	3,020		0,818	0,415
BETA	-1,352E-02	0,481	-0,003	-,028	0,978
RATIODLT	0,926	3,371	0,031	0,275	0,784
PRICETB	-0,467	0,222	-0,242	-2,103	0,037
TAILLE	4,425E-03	0,357	0,002	0,012	0,990
US	1,157	0,803	0,125	1,441	0,152
SECTEUR	-0,254	0,183	-0,134	-1,384	0,169
EXPERT	10,003	7,873	1,181	1,271	0,206
Différence entre probabilité observée et probabilité prédite	-10,809	7,903	-1,254	-1,368	0,174

Variable dépendante : Coût du capital

Légende : US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Expert: prend la valeur 1 en cas de présence d'un membre détenant un titre comptable ou financier sur le comité d'audit. Différence entre probabilité observée et probabilité prédite: résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 5 : Variable Taille du conseil d'administration:

Étape 1 : Pour la taille du conseil d'administration, l'étape 1 consiste à régresser la variable taille du conseil sur un ensemble de variables indépendantes pertinentes et conserver par la suite les résidus (tableau D.9).

Tableau
D.9 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « taille du conseil d'administration »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	3,006	1,719		1,749	0,083
BETA	-0,349	0,323	-0,089	-1,082	0,281
RATIODLT	5,009	1,752	0,233	2,858	0,005
PRICETB	-3,433E-02	0,118	-0,024	-0,291	0,771
TAILLE	0,807	0,176	0,381	4,597	0,000
US	0,793	0,540	0,118	1,467	0,145
SECTEUR	1,855E-02	0,114	0,014	0,163	0,871
ROA	-1,375E-02	0,022	-0,051	-0,618	0,538
AUDIT	-7,335E-02	0,949	-0,006	-0,077	0,938

Variable dépendante : taille du conseil.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Étape 2 : L'étape 2 du test d'Hausman consiste dans ce cas à réintroduire la variable taille du conseil et les résidus obtenus dans l'étape 1 dans le modèle expliquant le coût du capital. Comme le montre le tableau D.10, le coefficient des résidus est significatif ce qui indique l'endogénéité de la variable taille du conseil. Il est donc nécessaire de procéder avec une double moindre carrée.

Tableau
D.102 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « taille du conseil d'administration »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	18,918	7,428		2,547	0,012
BETA	-1,658	0,917	-0,308	-1,808	0,073
RATIODLT	22,288	12,377	0,753	1,801	0,074
PRICETB	-,383	0,176	-0,199	-2,170	0,032
TAILLE	4,061	1,895	1,394	2,143	0,034
US	5,093	2,094	0,551	2,432	0,016
SECTEUR	-1,142E-02	0,181	-0,006	-0,063	0,950
TAILLECA	-4,765	2,394	-3,466	-1,990	0,049
Unstandardized Residual	4,719	2,398	3,027	1,968	0,051

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : TAILLECA : nombre de membre sur le conseil. US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 6 : Ratio d'indépendance du conseil.

Étape 1 : Pour l'étape 1, on a régressé le ratio de l'indépendance du conseil sur un ensemble de variables et on a sauvegardé les résidus (Tableau D.11).

Étape 2 : Pour cette étape on a réintroduit la variable *ratio d'indépendance du conseil* ainsi que les résidus obtenus dans l'Étape 1 dans la régression du coût du capital. Les résultats, tableau D.12, montrent que le coefficient des résidus est non significatif.

Tableau
D.11 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « indépendance du conseil »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	,743	,082		9,005	0,000
BETA	-4,857E-02	0,016	-0,284	-3,006	0,003
RATIODLT	-8,099E-02	0,082	-0,086	-0,984	0,327
PRICETB	-4,402E-03	0,006	-0,072	-0,795	0,428
TAILLE	4,979E-03	0,009	0,054	0,585	0,560
US	3,405E-02	0,027	0,116	1,247	0,215
SECTEUR	-8,475E-04	0,005	-0,014	-0,159	0,874
ROA	-3,487E-04	0,001	-0,030	-0,333	0,739
AUDIT	-1,060E-02	0,045	-0,020	-0,238	0,812
CHANGELOI	4,976E-02	0,027	0,185	1,834	0,069

Variable dépendante : ratio d'indépendance du conseil.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. CHANGELOI: variable binaire qui prend la valeur 0 en 2004 et 1 ailleurs.

Tableau
D.12 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « indépendance du conseil »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	13,368	12,286		1,088	0,279
BETA	-0,553	0,807	-,103	-,685	0,495
RATIODLT	-2,723	2,940	-,092	-,926	0,356
PRICETB	-0,342	0,189	-,177	-1,805	0,073
TAILLE	0,424	0,293	,145	1,446	0,151
US	1,870	1,208	,202	1,548	0,124
SECTEUR	-0,158	0,168	-,084	-0,943	0,347
RATIOIND	-12,052	17,131	-,383	-0,704	0,483
Unstandardized Residual	12,561	17,361	0,377	0,723	0,471

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1. RATIOIND: Indépendance du conseil; nombre d'administrateurs indépendants sur le nombre total des membres du conseil.

Variable 7 : Indépendance du président :

Étape 1 : Logit expliquant l'indépendance du président du conseil par d'autres variables explicatives (Tableau D.13).

Étape 2 : Le coefficient des résidus de l'étape 1, réintroduits dans la régression du coût du capital, est non significatifs (Tableau D.14).

Tableau
D.13 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « indépendance du président du conseil »

	Coefficients non standardisés	Erreur standard	Wald	Signification	Exp(B)
Constante	-0,784	1,317	0,354	0,552	0,457
TAILLE ENTREPRISE	0,048	0,134	0,125	0,723	1,049
BETA	-0,519	0,275	3,556	0,059	0,595
PRICETB	0,114	0,098	1,333	0,248	1,120
RATIODLT	1,565	1,302	1,445	0,229	4,783
AUDIT	0,292	0,743	0,154	0,694	1,339
SECTEUR	-0,134	0,089	2,279	0,131	0,875
ROA	0,010	0,019	0,291	0,590	1,011

Variable dépendante : indépendance du président du conseil.

Légende:

SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA: Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE ENTREPRISE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Tableau
D.14 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « indépendance du président du conseil »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	5,092	4,754		1,071	0,286
BETA	-0,142	1,306	-0,026	-0,109	0,913
RATIODLT	-1,660	4,764	-0,056	-0,348	0,728
PRICETB	-0,274	0,317	-0,142	-0,864	0,389
TAILLE	0,334	0,303	0,115	1,103	0,272
US	1,157	0,809	0,125	1,430	0,155
SECTEUR	-0,172	0,402	-0,091	-0,428	0,669
INDPRES	-0,469	11,211	-0,054	-0,042	0,967
Différence entre probabilité observée et probabilité prédite	1,296	11,229	0,144	0,115	0,908

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Différence entre probabilité observée et probabilité prédite: résidus de la régression à l'Étape 1. INDPRES : prend la valeur 1 si le président du conseil est indépendant au sens du règlement 52-110.

Variable 8 : Non-dualité du président du conseil:

Étape 1 : Régression, logit, de la variable *Non-dualité du président du conseil* sur un ensemble de variables pertinentes et sauvegarde des résidus.

Étape 2 : Réintroduction des résidus obtenus de l'étape 1 dans la régression du coût du capital. Le coefficient est non significatif (Tableau D.16).

Tableau
D.15 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « Non-dualité du président du conseil »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	5,401	2,543		2,124	0,036
BETA	1,147E-02	0,477	0,002	0,024	0,981
RATIODLT	-1,749	2,597	-0,059	-0,673	0,502
PRICETB	-0,188	0,175	-0,098	-1,077	0,283
SECTEUR	-9,96E-02	0,169	-0,053	-0,591	0,555
US	1,379	0,799	0,149	1,726	0,087
TAILLE	0,253	0,260	0,087	0,971	0,333
ROA	6,887E-02	0,033	0,187	2,089	0,039
EXPERT	-0,780	0,716	-0,092	-1,088	0,279
AUDIT	-0,522	1,405	-0,032	-0,371	0,711

Variable dépendante ; non dualité du président du conseil

Légende : US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. ROA : Return on assets. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. Expert: prend la valeur 1 en cas de présence d'un membre détenant un titre comptable ou financier sur le comité d'audit.

Tableau
D.16 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « Non-dualité du président du conseil »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	3,186	2,771		1,150	0,252
BETA	-0,103	0,476	-0,019	-,216	0,830
RATIODLT	-3,140	2,832	-0,106	-1,109	0,269
PRICETB	-0,320	0,173	-0,166	-1,853	0,066
TAILLE	0,209	0,273	0,072	,766	0,445
US	1,141	0,800	0,123	1,427	0,156
SECTEUR	-8,812E-02	0,176	-0,047	-,501	0,617
NONDUAL	4,163	3,562	0,467	1,169	0,245
Différence entre probabilité observée et prédite	-3,011	3,641	-0,326	-0,827	0,410

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Différence entre probabilité observée et probabilité prédite : résidus de la régression à l'Étape 1. NONDUAL: Non-dualité : variable binaire qui prend la valeur 1 si les fonctions de président du conseil et de chef de la direction sont assumées par deux personnes différentes.

Variable 9 : score du conseil non pondéré :

Étape 1 : Régression du score du conseil non pondéré sur un ensemble de variables pertinentes.

Étape 2 : Le coefficient des résidus est non significatif. Le score du conseil non pondéré n'est pas une variable endogène (Tableau D.18).

Tableau
D.17 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil non pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	0,653	1,219		0,535	0,593
BETA	0,161	0,229	0,058	0,705	0,482
RATIODLT	2,170	1,243	0,142	1,746	0,083
PRICETB	6,199E-02	0,084	0,062	0,742	0,459
TAILLE	0,338	0,124	0,225	2,718	0,007
US	1,676	0,383	0,350	4,373	0,000
SECTEUR	2,132E-02	0,081	0,022	0,264	0,792
AUDIT	0,317	0,673	0,038	0,471	0,638
ROA	8,896E-03	0,016	0,047	0,563	0,574

Variable dépendante : score du conseil non pondéré.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Tableau
D.18 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil non pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	1,632	3,529		0,462	0,645
BETA	-0,647	0,653	-0,120	-0,991	0,323
RATIODLT	-9,701	6,889	-0,328	-1,408	0,161
PRICETB	-0,496	0,241	-0,257	-2,060	0,041
TAILLE	-0,994	1,093	-0,341	-0,910	0,365
US	-4,934	5,040	-0,533	-0,979	0,329
SECTEUR	-0,195	0,170	-0,103	-1,146	0,254
SCORECANP	3,676	2,964	1,901	1,240	0,217
Unstandardized Residual	-3,749	2,970	-1,706	-1,262	0,209

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : SCORECANP : Score du conseil non pondéré : un point par élément conforme à la réglementation au niveau du conseil. US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 10 : score du conseil pondéré:

Étape 1 : Régression de la variable « score du conseil pondéré » sur un ensemble de variables pertinentes et sauvegarde des résidus.

Étape 2 : Les résidus de l'étape 1 introduits dans la régression du coût du capital ne sont pas significatifs. Le score du conseil d'administration pondéré n'est pas endogène (voir tableau D.20).

Tableau
D.19 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	2,375	1,684		1,410	0,161
BETA	2,404E-03	0,316	0,001	0,008	0,994
RATIODLT	2,934	1,717	0,143	1,709	0,090
PRICETB	8,766E-02	0,115	0,066	0,759	0,449
TAILLE	0,351	0,172	0,174	2,042	0,043
US	2,043	0,530	0,319	3,858	0,000
SECTEUR	9,747E-03	0,112	0,007	0,087	0,931
AUDIT	0,510	0,930	0,045	0,549	0,584
ROA	2,043E-02	0,022	0,080	0,936	0,351

Variable dépendante : score du conseil d'administration pondéré.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Tableau
D.20 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	-1,152	4,615		-0,250	0,803
BETA	-3,973E-02	0,479	-0,007	-0,083	0,934
RATIODLT	-8,116	4,907	-0,274	-1,654	0,101
PRICETB	-0,446	0,201	-0,231	-2,224	0,028
TAILLE	-0,538	0,621	-0,185	-0,866	0,388
US	-3,234	3,047	-0,350	-1,061	0,291
SECTEUR	-0,129	0,168	-0,068	-0,768	0,444
SCAP	2,193	1,442	1,521	1,521	0,131
Unstandardized Residual	-2,162	1,448	-1,359	-1,493	0,138

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : SCAP : Score du conseil pondéré : score du conseil d'administration uniquement pondéré suivant le poids moyen de chacun des éléments obtenu suite à la consultation des experts. US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 11 : Score du conseil pondéré et épuré :

Étape 1 : Le score du conseil pondéré et épuré est régressé sur un ensemble de variables explicatives (Tableau D.21).

Étape 2 : Les résidus de l'étape 1 ainsi que la variable score épuré du conseil sont introduits dans la régression du coût du capital. Le coefficient des résidus est non significatif (Tableau D.22).

**Tableau
D.21 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil épuré »**

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	2,201	1,700		1,295	0,198
BETA	-0,106	0,319	-0,029	-0,333	0,740
RATIODLT	3,438	1,733	0,170	1,983	0,049
PRICETB	3,649E-02	0,117	0,028	0,313	0,755
TAILLE	0,345	0,174	0,173	1,990	0,049
US	1,551	0,535	0,245	2,902	0,004
SECTEUR	0,104	0,113	0,081	0,927	0,356
AUDIT	0,646	0,939	0,058	0,688	0,492
ROA	2,408E-02	0,022	0,096	1,093	0,276

Variable dépendante score du conseil d'administration épuré.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Tableau
D.22 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score du conseil épuré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	0,150	3,989		0,038	0,970
BETA	0,149	0,506	0,028	0,295	0,769
RATIODLT	-7,765	4,826	-0,262	-1,609	0,110
PRICETB	-0,321	0,173	-0,167	-1,863	0,065
TAILLE	-0,375	0,539	-0,129	-0,696	0,488
US	-1,500	2,026	-0,162	-0,740	0,461
SECTEUR	-0,293	0,191	-0,155	-1,535	0,127
SCAEP	1,768	1,202	1,209	1,471	0,144
Unstandardized Residual	-1,802	1,209	-1,143	-1,490	0,139

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : SCAEP : Score du conseil épuré : score pondéré du conseil d'administration avec élimination des éléments dont le poids est inférieur à 1 (ne fait pas consensus parmi les experts consultés). US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 12 : Score total non pondéré :

Étape 1 : Il s'agit de régresser le score total non pondéré sur un ensemble de variables explicatives et de sauvegarder les résidus.

Étape 2 : La variable score total non pondéré ainsi que les résidus obtenus dans l'étape 1 sont réintroduits dans la régression du coût du capital. Le coefficient des résidus est non significatif (tableau D.24).

Tableau
D.23 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score total non pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	7,638	2,685		2,845	0,005
BETA	-0,818	0,526	-0,128	-1,555	0,122
RATIODLT	3,363	2,678	0,096	1,256	0,211
PRICETB	0,151	0,180	0,066	0,837	0,404
TAILLE	0,737	0,277	0,214	2,660	0,009
US	2,794	0,889	0,256	3,144	0,002
SECTEUR	2,056E-02	0,174	0,009	0,118	0,906
CHANGLOI	3,001	0,883	0,300	3,399	0,001
ROA	3,736E-02	0,034	0,086	1,098	0,274
AUDIT	-4,613E-02	1,449	-0,002	-0,032	0,975

Variable dépendante : score total non pondéré.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Tableau
D.24 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score total non pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	4,527	2,837		1,596	0,113
BETA	-8,043E-02	,486	-0,015	-0,165	0,869
RATIODLT	-2,011	2,788	-0,068	-0,721	0,472
PRICETB	-0,291	0,173	-0,151	-1,680	0,095
TAILLE	0,259	0,381	0,089	0,679	0,499
US	0,996	1,323	0,108	0,753	0,453
SECTEUR	-0,156	0,168	-0,083	-0,932	0,353
SCORTNP	6,26E-02	0,272	0,074	0,230	0,818
Unstandardized Residual	-0,128	0,286	-0,125	-0,448	0,655

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : SCORTNP : Score total non pondéré : ensemble de points du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments.

US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 13 : Score total pondéré :

Étape 1 : Le score total pondéré est régressé sur un ensemble de variables explicatives et les résidus sont sauvegardés.

Étape 2 : Le coefficient des résidus de l'étape 1 est non significatif (Tableau D.26).

Tableau
D.25 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score total pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	9,430	3,071		3,071	0,003
TAILLE	0,855	0,314	0,211	2,722	0,007
BETA	-0,213	0,576	-0,028	-0,369	0,713
PRICETB	0,105	0,211	0,039	0,498	0,619
SECTEUR	-7,619E-02	0,204	-0,029	-0,374	0,709
US	4,568	0,965	0,355	4,733	0,000
RATIODLT	5,620	3,137	0,136	1,792	0,076
ROA	4,161E-02	0,040	0,081	1,045	0,298
AUDIT	-6,867E-03	1,697	0,000	-0,004	0,997
EXPERT	3,669	0,865	0,311	4,240	0,000

Variable dépendante : score total pondéré.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. Expert: prend la valeur 1 en cas de présence d'un membre détenant un titre comptable ou financier sur le comité d'audit. BETA: Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur

comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Tableau
D.26 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score total pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	5,805	3,072		1,890	0,061
TAILLE	0,416	0,323	0,143	1,289	0,200
BETA	-0,125	0,485	-0,023	-,257	0,798
PRICETB	-0,275	0,173	-0,142	-1,584	0,116
SECTEUR	-0,162	0,168	-0,086	-0,965	0,336
US	1,644	1,184	0,178	1,388	0,167
RATIODLT	-1,397	2,761	-0,047	-0,506	0,614
STOTP	-8,891E-02	0,190	-0,124	-0,469	0,640
Unstandardized Residual	3,879E-02	0,203	0,044	0,191	0,849

Variable dépendante : coût du capital.

Légende: STOTP: Score total pondéré : total pondéré du conseil et de l'ensemble de ses comités, obtenu à partir de la grille de 30 éléments pondérés suivant le poids moyen obtenu suite à la consultation des experts.

US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 14 : score volontaire pondéré :

Étape 1 : Le score volontaire non pondéré représente les points accordés pour l'ensemble des caractéristiques du conseil et de ses comités à l'exception du comité d'audit. Rappelons que pour ce dernier la réglementation canadienne est d'application obligatoire. Le score volontaire est régressé sur un ensemble de variable et les résidus sont sauvegardés.

Étape 2 : Le coefficient des résidus obtenus à l'étape 1 est non significatif. Le score volontaire pondéré est exogène.

Tableau
D.27 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score volontaire pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	6,366	2,882		2,209	0,029
TAILLE	,555	0,298	0,146	1,864	0,065
BETA	-,973	0,564	-0,138	-1,725	0,087
PRICETB	,129	0,194	0,051	0,663	0,508
SECTEUR	-3,325E-02	0,187	-0,013	-0,178	0,859
US	3,190	0,953	0,263	3,346	0,001
RATIODLT	5,165	2,880	0,133	1,793	0,075
ROA	2,886E-02	0,037	0,060	0,789	0,431
AUDIT	-7,376E-02	1,558	-0,003	-0,047	0,962
EXPERT	2,596	0,794	0,234	3,268	0,001
CHANGELOI	3,552	0,947	0,321	3,750	0,000

Variable dépendante : score volontaire pondéré.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dette à long terme. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. CHANGELOI: variable binaire qui prend la valeur 0 en 2004 et 1 ailleurs.

Tableau
D.28 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score volontaire pondéré »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	5,416	2,516		2,152	0,033
TAILLE	0,433	0,310	0,149	1,396	0,165
BETA	-0,132	0,484	-0,024	-0,272	0,786
PRICETB	-0,273	0,173	-0,142	-1,580	0,116
SECTEUR	-0,157	0,168	-0,083	-0,937	0,350
US	1,744	1,144	0,189	1,524	0,130
RATIODLT	-1,280	2,755	-0,043	-0,465	0,643
SCVOLP	-0,112	0,180	-0,147	-0,624	0,533
Unstandardize d Residual	8,495E-02	0,197	0,089	0,431	0,667

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : SCVOLP : ensemble des points d'application volontaire accordés pour le conseil d'administration et les comités hormis le comité de vérification (les éléments relatifs à ce comité sont d'application obligatoire). US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dette à long terme. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

Variable 15 : Score pondéré des comités :

Étape 1 : Comme pour les autres scores établis, l'étape 1 consiste à régresser le score pondéré des comités sur un ensemble de variables explicatives. Rappelons que ce score représente l'ensemble des points obtenus par les comités uniquement sans le conseil d'administration.

Étape 2 : On a réintroduit la variable score pondéré des comités ainsi que ses résidus dans la régression du coût du capital. Comme le montre le tableau D.30, le coefficient des résidus est non significatif.

Tableau
D.29 Étape 1 du test d'Hausman pour la variable « score pondéré des comités »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	7,784	2,286		3,405	0,001
TAILLE	0,483	0,236	0,175	2,044	0,043
BETA	-0,386	0,447	-0,076	-0,863	0,390
PRICETB	5,408E-02	0,154	0,030	0,352	0,726
SECTEUR	-6,87E-02	0,148	-0,038	-0,464	0,644
US	2,262	0,756	0,258	2,992	0,003
RATIODLT	2,200	2,284	0,078	0,963	0,337
EXPERT	2,033	0,630	0,253	3,227	0,002
ROA	2,443E-02	0,029	0,070	0,842	0,401
AUDIT	-0,314	1,236	-0,020	-0,254	0,800
CHANEGLOI	0,775	0,751	0,097	1,031	0,304

Variable dépendante : score pondéré des comités.

Légende: US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. AUDIT : Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise est auditée par un grand cabinet d'audit et 0 ailleurs. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dette à long terme. ROA : Return on assets. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. CHANGELOI: variable binaire qui prend la valeur 0 en 2004 et 1 ailleurs.

Tableau
D.30 Étape 2 du test d'Hausman pour la variable « score pondéré des comités »

	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
	B	Erreur standard	Bêta		
(constante)	6,116	3,397		1,800	0,074
TAILLE	0,428	0,329	0,147	1,302	0,195
BETA	-0,143	0,487	-0,027	-0,294	0,769
PRICETB	-0,277	0,172	-0,144	-1,615	0,109
SECTEUR	-0,166	0,168	-0,088	-0,987	0,326
US	1,649	1,148	0,178	1,437	0,153
RATIODLT	-1,535	2,665	-0,052	-0,576	0,566
SCCOMP	-0,162	0,323	-0,154	-0,502	0,616
Unstandardized Residual	2,861E-02	0,339	0,024	0,084	0,933

Variable dépendante : coût du capital.

Légende : SCCOMP : score pondéré de l'ensemble des comités du conseil suivant le poids moyen de chaque élément obtenu suite à la consultation des experts. US : Cotation sur le marché américain : prend la valeur 1 pour les entreprises cotées sur le marché américain, et 0 si l'entreprise est uniquement cotée sur le marché canadien. SECTEUR : varie de 1 à 9 dépendamment du secteur d'activité de l'entreprise. BETA : Bêta de l'entreprise mesure son risque systématique. PRICETB: ratio valeur boursière par valeur comptable de l'entreprise. RATIODLT : ratio dettes à long terme/Actifs. TAILLE : taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière. Unstandardized Residual : résidus de la régression à l'Étape 1.

APPENDICE E
REPRÉSENTATIVITÉ DE L'ÉCHANTILLON FINAL

Pour tester la représentativité de l'échantillon final, obtenu suite à la procédure de sélection de l'ensemble des entreprises du TSX 300, on a choisi de comparer les caractéristiques qui touchent le coût du capital telles que la taille, le secteur, l'endettement (mesuré par le ratio Dettes à long terme/ actifs total), le rendement (mesuré par ROA) et le risque (mesuré par bêta).

Résultats pour l'ensemble de l'échantillon :

Pour comparer les caractéristiques de l'échantillon final à celles des entreprises du TSX 300, on a utilisé le test t de Student de comparaison des moyennes.

Les résultats révèlent que l'échantillon final est représentatif de l'ensemble de la population des entreprises du TSX 300⁹⁸ est ce au niveau de l'endettement (ratio dettes à long terme; tableau E.1), du rendement (ROA; tableau E.2) et du risque (Bêta; tableau E.3).

Tableau
E.1 Test T pour le ratio dette à long terme de l'échantillon

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne		
DLT	139	0,1663554	0,14292471	0,01212272		
	Valeur du test = 0.18					
			Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
	t	ddl			Inférieure	Supérieure
DLT	-1,126	138	0,262	-0,01364463	-0,0376149	0,0103257

Légende : DLT : Ratio dette à long terme

⁹⁸ Les entreprises du secteur financier compte tenu de leurs particularités ont été éliminées des entreprises du TSX.

Tableau
E.2 Test T pour le rendement de l'échantillon mesuré par ROA

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne		
ROA	139	3,5683453	11,51678549	0,97684100		
	Valeur du test = 4.561					
	T	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
ROA	-1,016	138	0,311	-0,99265468	-2,9241658	0,9388565

Tableau
E.3 Test T pour Bêta de l'échantillon final comparé à l'ensemble des entreprises du TSX

	N	Moyenne	Écart-type	Erreur standard moyenne		
bêta	139	0,8577610	0,78559577	0,06663336		
	Valeur du test = 0.843					
	T	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
bêta	0,222	138	0,825	0,01476105	-0,1169933	0,1465154

Au niveau de la taille des entreprises de l'échantillon mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière, l'échantillon n'est pas représentatif de la population comme l'indique le tableau E.4. La différence entre la moyenne de la taille de l'échantillon et celle de la population est significative.

Tableau
E.4 Test T pour la taille pour l'ensemble de l'échantillon :

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne		
taillelnmktv	139	8,0592403	1,45288436	0,12323204		
	Valeur du test = 8.43539					
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
taillelnmktv	-3,052	138	0,003	-0,37614970	-0,61981	-0,13248

Légende : taillelnmktv ; taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière.

Pour tester la représentativité de l'échantillon au niveau des différents secteurs du TSX 300 et compte tenu de la nature de la variable secteur, on a eu recours au texte de Khi-deux. Basé sur la comparaison des fréquences observées de la variable dans l'échantillon et les fréquences théoriques attendues compte tenu de la distribution de la variable dans la population, le test permet de révéler si les fréquences de l'échantillon et de la population sont comparables (tableau E.5).

Le test de Khi-deux révèle que l'échantillon final n'est pas représentatif au niveau du secteur d'activité (tableau E.6).

Tableau
E.5 Comparaison des fréquences théoriques et observées de l'échantillon

Secteur	Effectif observé	Effectif théorique	Résidu
Distribution	21	17,8	3,2
Secteur pétrolier	26	43,6	-17,6
Secteur industriel	14	14,5	-,5
Technologie de l'information	11	4,0	7,0
Secteur minier	45	34,8	10,2
Communication et média	5	4,0	1,0
Services	2	5,7	-3,7
Distribution alimentaire	8	10,5	-2,5
Santé	7	4,0	3,0
Total	139		

Tableau
E.6 Test de Khi-deux pour le secteur d'activité de l'ensemble de l'échantillon

	secteur
Khi-deux	28,123 ^a
ddl	8
Signification asymptotique	0,000

a. 3 cellules (33,3%) ont des fréquences théoriques inférieures à 5. La fréquence théorique minimum d'une cellule est 4,0.

Au niveau de l'année 2006 :

L'année 2006 est celle où il y a eu le plus grand nombre d'entreprises éliminées soit pour cause du fait qu'elles étaient délistées soit pour le non-respect de la condition de l'écart positif, entre les rendements espérés de 2007 et 2008, imposée par le calcul du coût du

capital. Ces deux faits sont occasionnés par la crise boursière qu'a connue le marché financier canadien en 2008. Vu la petitesse de l'échantillon de l'année 2006 et le grand nombre d'entreprises éliminées, il est important de vérifier la représentativité de l'échantillon de cette année.

On a repris les mêmes critères de comparaison avec les entreprises du TSX que l'ensemble de l'échantillon. Les résultats obtenus montrent que, malgré les critères de sélection et la crise du marché financier, les entreprises de 2006 sont représentatives de l'ensemble des entreprises du TSX 300 et ce au niveau de la taille, des secteurs d'activité et du risque (Bêta, tableau E.7).

Cependant l'échantillon de 2006 ne reproduit pas fidèlement les caractéristiques des entreprises du TSX 300 au niveau de l'endettement et du rendement (ROA).

Conclusion :

Les résultats obtenus moyennant les tests de comparaisons t de Student et de Khi-deux montrent que l'échantillon total est représentatif de l'ensemble des entreprises du TSX au niveau du Risque (Bêta), du rendement (ROA) et de l'endettement. Aussi, pour l'année 2006, là où il y a le plus d'élimination, l'échantillon demeure représentatif de l'ensemble des entreprises du TSX300 au niveau de la taille, des secteurs d'activité et du risque (Bêta).

L'échantillon final de l'étude et malgré les éliminations, demeure donc représentatif de certaines caractéristiques importantes de la population. Les résultats obtenus peuvent être généralisés à l'ensemble des entreprises du TSX-300.

Tableau
E.7 Test T pour Bêta de l'échantillon en 2006

	N	Moyenne	Écart-type	Erreur standard moyenne		
beta2006	29	1,2057	,83232	0,15456		
	Valeur du test = 1.066					
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
beta2006	0,904	28	0,374	0,13968	-0,1769	0,4563

Tableau
E.8 Test T pour ROA de l'échantillon de 2006

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne		
ROA2006	29	7,3594	4,34967	,80771		
	Valeur du test = 5.61					
					Intervalle de confiance 95% de la différence	
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Inférieure	Supérieure
ROA2006	2,166	28	0,039	1,74945	0,0949	3,4040

Tableau
E.9 Test T au niveau de la taille de l'échantillon de 2006

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne		
taille	29	8,6934	1,74332	0,32373		
	Valeur du test = 8.61					
	T	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
taille	0,258	28	0,799	0,08336	-0,5798	0,7465

Tableau
E.10 Test T pour l'endettement des entreprises de l'échantillon de 2006

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard moyenne		
RatioDLT2006	29	0,0957	0,13767	0,02556		
	Valeur du test = 0.18					
	t	ddl	Sig. (bilatérale)	Différence moyenne	Intervalle de confiance 95% de la différence	
					Inférieure	Supérieure
RatioDLT2006	-3,299	28	0,00	-0,08433	-0,1367	-0,0320

Tableau
E.11 Fréquences théoriques et observées au niveau des secteurs d'activités

Secteur	Effectif observé	Effectif théorique	Résidu
Distribution	2	4,3	-2,3
Secteur pétrolier	10	10,7	-,7
Secteur industriel	4	3,5	0,5
Technologie de l'information	2	1,0	1,0
Secteur minier	9	8,5	0,5
Communication et média	2	1,0	1,0
Total	29		

* La désignation du secteur d'activité suit celle suggérée par SEDAR

Tableau
E.12 Test de Khi-deux pour les secteurs de l'échantillon de 2006

	secteur
Khi-deux	3,485 ^a
Ddl	5
Signification asymptotique	,626

a. 4 cellules (66,7%) ont des fréquences théoriques inférieures à

5. La fréquence théorique minimum d'une cellule est 1,0.

BIBLIOGRAPHIE

- Abbott, L.J., Y. Park et S. Parker. 2000. «The effects of audit committee activity and independence on corporate fraud». *Managerial finance*. vol. 6, p.55-67.
- Aboody, D. et R. Kasnik.2000. «CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures». *Journal of Accounting & Economics*, vol. 29, no 1, p.73-100.
- Agrawal, A. et Knoeber C. 1996. «Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, no 3, p.377-397.
- Agrawal, A. et S. Chadha. 2005. «Corporate governance and accounting scandals». *Journal of Law and Economics*, October 2005, p.371-406.
- Anderson, R.C., S. A. Mansi et D.M. Reeb.2004. «Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt». *Journal of Accounting and Economics*. vol. 37, p. 315-342.
- Barako D.G., P. Hancock et H.Y. Izan. 2006. «Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies». *Corporate Governance*. vol. 14, no 2, p.107-125.
- Barnhart, S.W. et S. Rosenstein. 1998. «Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis ». *The Financial Review*, vol. 33, no 3, p.1-16.
- Barry, C. B. et S. G. Brown. 1986. «Limited Information as a Source of Risk», *Journal of Portfolio Management*, vol. 12, no 2; p. 66-74.
- Bathala, C.T, K.P. Moon et R.P. Rao.1994. «Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency perspective ». *Financial Management*, vol. 23, no.3, p.38-50.
- Beasley, M. 1996. «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud ». *The accounting review*, vol. 71, p.443-465.
- Berle, A. et G. Means. 1932. *The modern corporation and private property*. New York : Éditions Macmillan Co, 396 p.
- Bhagat, S. et R. Jefferis . 2002. *The Econometrics of Corporate Governance*. MIT press, 114p.
- Bhagat, S. et B. Black, 1999, «The uncertain relationship between board composition and firm performance ». *The business Lawyer*, vol. 54-3, p.921.
- Bhagat, S. et B. Black. 2002. « The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance ». *Journal of Corporation Law*, vol. 27-2, p.231-273.
- Bhagat, S., B., Bolton et R. Romano. 2008. «The promise and peril of corporate governance indices». *Columbia Law Review*, vol. 108, no 8, p.1803-1882.

- Bhagat, S. et B. Bolton. 2008. «Corporate governance and firm performance». *Journal of Corporate Finance*, vol.14, no 3, p.257-273.
- Bhattacharya U. et H. Daouk. 2002. «The world price of insider trading ». *The Journal of Finance*, vol. 57, no 1, p.75-109.
- Botosan, C. 1997. « Disclosure Level and the Cost of Equity Capital ». *The Accounting Review*, vol. 72, no 3, p.323-349.
- Botosan, C. et M. Plumlee. 2002. «A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital». *Journal of Accounting Research*, vol. 40, no 1, p. 21-40.
- Botosan, C. et M. Plumlee. 2001. «Stock option expense: The sword of Damocles revealed». *Accounting Horizons*, vol. 15, no 4, p. 311-328.
- Botosan, C. et M., Stanford. 2005. « Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS No. 131 on Analysts' Information Environment ». *The Accounting Review*, vol. 80, no 30, p.751-771.
- Botosan, C., 2006. « Disclosure and the cost of capital: what do we know? ». *Accounting and Business-Research*, International Accounting Policy Forum, p.31-40.
- Botosan, C., et M. Plumlee. 2005. « Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium ». *The Accounting Review*, vol. 80, no 1, p.21-33.
- Boubakri, N., Y. Gadhoun, I. Chkir et M. Kooli. 2005. Les principes de la finance d'entreprise . Montréal: Éditions Gaëtan Morin, 320p.
- Brown, D. 2006. «La gouvernance corporative au Canada», In *Traité de gouvernance corporative*, sous la dir. de A. Naciri p.175-228. Québec: Éditions Les presses de l'université Laval.
- Brown, D. 2008. « The Canadian National system of corporate governance », In *Corporate Governance Around the World*, sous la direction de A. Naciri p. 102-136. New York: Éditions Routledge.
- Brown, L.D. et M.L. Caylor. 2006. «Corporate governance and firm valuation». *Journal of accounting and public policy*, vol. 25, p. 409-434.
- Bushman, R.S. et A. J. Smith. 2001. «Financial accounting information and corporate governance ». *Journal of Accounting & Economics*, vol. 32, no 1-3; p. 237.
- Bushman, R.M. et A. J. Smith, 2003, «Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance». *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 9, no 1, p.65-87.
- Capron, M.2003. Préface de Parrat, F. *Gouvernement d'entreprise*. Paris : Éditions Dunod, 128 p.
- Carnaghan, C. et S.P. Gunz. 2007. «Recent Changes in the regulation of financial Markets and reporting in Canada». *Accounting perspective*, vol. 6, no 1, p. 55-94.

- Carter, D. A., B.J., Simkins et W.G. Simpsom. 2003. « Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value ». *The Financial review*, vol. 38, no 1, p.33-53.
- Charreaux, G. 1987. La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature ; De nouvelles théories pour gérer l'entreprise. Paris: Éditions Economica, p. 21- 55.
- Charreaux, G. 1997. Gouvernement des entreprises : théories et faits. Paris : Éditions Economica, 540p.
- Charreaux, G. 2000. « Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance ». Document de travail, Université de Bourgogne, 16p.
- Charreaux, G. 2003. « Le gouvernement des entreprises ». In Encyclopédie des ressources humaines sous la dir. De J. Allouche p.628-640. Paris : Éditions Vuibert.
- Charreaux, G. et P. Desbrières. 1998. «Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale ». *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Éditions Economica, vol. 1, no 2, p. 57-88.
- Charreaux, G. et P. Wirtz. 2006. Gouvernance des entreprises nouvelles perspectives. Paris: Éditions Economica, 394p.
- Chen C. W., Z. Chen et J. Wei. 2011. « Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital ». Working papier disponible à : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1375410
- Chung, K.H. et S.W. Pruitt. 1996. « Executive ownership, corporate value and executive compensation: a unifying framework ». *Journal of Banking and Finance*, vol. 20,p.1135-1159.
- Comité Mixte sur la gouvernance de l'entreprise, «Au-delà de la conformité, la gouvernance ». Rapport Saucier, Toronto, 2001.
- Core, J. E.2001. « A Review of the Empirical Disclosure Literature: Discussion ». *Journal of Accounting & Economics*, vol. 31, no 1-3, p.441-456.
- Daily, C.M. 1996. « Governance patterns in bankruptcy reorganisations ». *Strategic Management Journal*, vol. 17, no 5, p. 355-376.
- Daily, C.M.et R. Dalton. 1994, a. « Bankruptcy and corporate governance: The impact of board com ». *Academy of Management Journal*, vol. 37, no 6, p. 1603-1618.
- Daily, C.M.et R. Dalton. 1994, b. «Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment». *Strategic Management Journal*, vol. 15, no 8, p. 643-655.
- Dalton, R., C.M. Daily, A.E. Ellstrand et E. Johnson .1998 . « Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation ». *The Academy of Management Journal*, vol. 41, no 2, p.209-220.
- Dechow P., R. Sloan et A. Sweeney. 1996. « Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC ». *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, p. 1-36.

- Defond, M.L., R. N. Hann et X.Hu. 2005. « Does the market value financial expertise on Audit Committees of boards of directors ? ». *Journal of Accounting Research*, vol. 43, no 2, p.153-193.
- Demsetz H. et R. Campbell. 1983. « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm/Comment ». *Journal of Law and Economics*. vol. 26, no 2, p. 375-394.
- Donker, H.et S. Zahir.2008. «Towards an impartial and effective corporate governance rating system ». *Corporate Governance*, vol. 8, no 1, p. 83-93.
- Easton, P. 2004. « P.E. ratio, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital». *The Accounting Review*, vol.79, no 1, p. 73-95.
- Eng L.L. et Y.T. Mak, 2003, « Corporate Governance and Voluntary Disclosure ». *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 22, p. 325-345.
- Epps, R.W.et S.J. Cereola.2007. « Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance?». *Critical Accounting Perspective*, 14p, doi:10.1016/j.cpa.2007.06.007
- Fama E. et M. Jensen. 1983. « Separation of ownership and control ». *Journal of Law and Economics*, vol.26, p.301-325.
- Fama, E. 1980. « Agency problems and the theory of the firm ». *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, p. 288-307.
- Finet, A., M.H. Depret, A. Hamdouch, M. Labie, F. Missonier-Piera et C. Piot. 2005. *Gouvernement d'entreprise; enjeux managériaux, comptables et financiers*. Éditions Deboeck, 269p.
- Finkelstein S. et R.A. D'Aventi. 1994. « CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command». *The Academy of Management Journal*, vol. 37, no 5, p. 1079-1108.
- Gillan S. 2006. « Recent Developments in Corporate Governance: An Overview». *Journal of corporate finance*, vol. 12, no 3, p.381-692.
- Gillan S. et L. Starks. 1998. « A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence ». *Contemporary financial digest*, vol.2, no 3, p.10-34.
- Gillan S. et L. Starks. 2003. « Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective». *Journal of Applied Finance*, vol. 3, no 2, p.4-22.
- Gilson, S.C. 1990. « Bankruptcy, Boards, Banks, and Block holders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default ». *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no 2, p. 355-388.
- Gompers, P., Ishii, J. and A. Metrick. 2003. « Corporate Governance and equity Prices», *The Quarterly Journal of Economics*, February 2003, p.107-155.
- Greene, W.H. 2003. *Econometric Analysis*. NewYork: MacMillan Publishing Company, 5ième édition, 1026 p.

- Gujarati, D. 2004. *Économétrie*. Bruxelles : DeBoeck, 4ème édition, 1009p.
- Gul, F.A. et S. Leung. 2004. «Board Leadership, Outside Directors' Expertise and Voluntary Corporate Disclosure», *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 23, p.351-379.
- Hail, L. et C. Leuz. 2006. «International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter». *Journal of Accounting research*, vol. 44, no 3, p.437-483.
- Healy, P. et R. Kaplan. 1985. «The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions/Comment». *Journal of Accounting & Economics*, vol. 7, no 1-3, p. 85-123.
- Healy, P.M. et K.G. Palepu. 2001. «Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets; A Review of Empirical Disclosure Literature». *Journal of Accounting and Economics*, vol.31, p.405-440.
- Himmelberg, C.P., R.G. Hubbard et I. Love. 2004. « Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital», *SSRN Working Paper Series*. Rochester: Mars 2004. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=303969
- Ho, S.M. et K.S. Wong, 2001, «Study of the Relationship Between Corporate Governance Structure and the Extent of Voluntary Disclosure». *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, vol. 10, p. 1-18.
- Iyengan, R. J. et E.M. Zampelli. 2009. «Self-selection, endogeneity and the relationship between CEO duality and the firm performance». *Strategic Management Journal*, vol. 30, p. 1092-1112.
- Jensen, M. 1986. « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers». *The American Economic Review*, vol. 76, no 2, p. 323-330.
- Jensen, M. 1993. « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems ». *The Journal of Finance*, vol. 48, no 3, p. 831-881
- Jensen, M. 2005. « Agency Costs of Overvalued Equity». *Financial Management*, vol.34, no 1, p. 5-20.
- Jensen, M. et W. Meckling. 1976. «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, vol.3, p.305-360.
- Karamanou, I. et N. Vafeas. 2005. «The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: an empirical analysis». *Journal of Accounting Research*, vol. 45, no 3, p.453-486.
- Karpoff A. et C. Lott .1993. « The reputation penalty firms bear from committing criminal fraud». *Journal of law and Economics*, vol.36, p.757-802.
- Khurana, I.K et K. Raman. 2006. «Do Investors Care about the Auditors Economic Dependence on the Client? ». *Contemporary Accounting Review*, vol. 23, no 4, p.977-1016.
- LaPorta, R., F. , A. Shleifer, et R. Vishny, A. 2000. « Investor Protection and Corporate Governance». *Journal of Financial Economics*, vol.58, p. 3-27.

- LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny. 2002. « Investor Protection and Corporate Valuation ». *The Journal of Finance*, vol.57, no 3, p. 1147-1170.
- LaPorta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny.1997. « Legal determinants of external finance ». *The Journal of Finance*. vol. 52, no 3, p. 1131-1151.
- LaPorta, R.F. et Lopez-De-Silanes, A, Shleifer. 2006. «What Works in Securities Laws?» *The Journal of Finance*. vol. 61, no 1, p.1-32
- Laurin C., Bozec Y. et I.Meier. 2010. « The Relation between Excess Control and Cost of Capital Under Different Law Regimes». SSRN working papier disponible à : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1695735
- Leuz, C. et R.Verrecchia. 2000. « The economic consequences of increased disclosure». *Journal of Accounting Research*. vol. 38, p. 91-125.
- Li, S. 2010. «Does Mandatory adoption of international financial reporting standards in the European Union Reduce the cost of equity capital? ». *The Accounting Review*, vol.85, no 2; p. 607-636.
- McInnis, J. 2010. « Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital». *The Accounting Review*, vol. 85, no 1, p. 315-341.
- Morck, R. 2000. Concentrated Corporate Ownership. Éditions : Randall K. Morck, The University of Chicago Press, 240p.
- Naciri, A. 2006. Traité de gouvernance corporative. Québec : Presse de l'Université Laval, 599p.
- Naciri, A. 2008. Corporate governance around the word. Éditions : Routledge, New York, 407 p.
- Naciri, A. 2010. Internal and external aspects of corporate governance». Éditions : Routledge, New York, 332 p.
- Navarro, J.L. et G. Lefevre . 2007. L'acculturation des droits des affaires. Éditions Thémis, Montréal, 650 p.
- Ohlson, J.A. et B.E. Juettner-Nauroth. 2005. «Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value ». *Review of Accounting Studies*. vol. 10, no 2-3; p. 349.
- Parrat, F. 1999. Le gouvernement d'entreprise : ce qui a déjà changé, ce qui va encore évoluer; suivi de l'enquête intégrale réalisée par KPMG Audit. Paris: Maxima, 1999, 346 p.
- Parrat, F. Gouvernement d'entreprise . Éditions: Dunod, Paris, 2003, 128p.
- Persons, O. 2006. « Corporate governance and non-financial reporting fraud ». *The journal of Business and economic studies*, vol. 12, no 1, p. 27-39.
- Qu W. et P. Leng .2006. « Cultural Impact on Chinese Corporate Disclosure – a Corporate Governance Perspective ». *Managerial, Auditing Journal*, vol. 21 no 3, p.241-264.
- Québec, Autorité des Marchés Financier. 2004. *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*. Disponible via le lien :

<http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/52-110Fr.pdf>

- Québec, Autorité des Marchés Financiers. 2004. *Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*. Disponible via le lien : <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/autres-reglements-texte-vigueur/information-continue/58-201IGfr.pdf>
- Rees, R. 1985. « The theory of principal and agent, Part I ». *Bulletin of Economic Research*, vol. 37, no 1, p. 3-26.
- Richardson, A J. et Welker M. 2001. « Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital ». *Accounting Organizations and Society*, vol. 26, p.597-616.
- Romano, S. et Grewal R.K. 2006. « Nouvelles obligations d'information pour les documents annuels de 2005 ». *Actualités- valeurs mobilières*, mars 2006, p1-4. Disponible; http://www.stikeman.com/fr/pdf/SeMar06_FR.pdf
- Rosenstein S. And J.G. Wyatt. 1990. « Outside directors, Board Independence, and Shareholder Wealth». *Journal of Financial and Economics*, vol. 26, p. 175-192.
- Rousseau S. et A. Talbot, « Lost in translation ? La réforme de la gouvernance d'entreprise au Canada à la suite des scandales financiers américains », Dans L'acculturation des droits des affaires. Sous la direction de J. L. Navarro et G. Lefevre, Éditions Thémis, 2007, Montréal, 650 p.
- Scott, W. R. 1997. *Financial Accounting Theory*. Prentice-Hall, Canada, Toronto, 502p.
- Seow, G., Z.Shagguan et G. Vasudevan. 2006. « Intangible investments and the cost of equity capital». *The international Journal of Finance*, vol. 18, no 2, p.3980-4012.
- Shleifer, A. et R. Vishny. 1997. « A survey of corporate governance ». *Journal of Finance*, vol.52, p.737-783.
- Toronto Stock Exchange Committee on corporate governance in Canada, « Where Were the Directors? » – Guidelines for Improved corporate Governance in Canada, Toronto, 1994.
- Verrecchia, R. 2001. « Essays on disclosure ». *Journal of Accounting & Economics*, vol.32, no 1-3; p. 97.
- Yermack, D. 1996. «Higher market valuation of companies with a small board of directors». *Journal of Financial Economics*, vol. 40, no 2, p. 185-211.
- Yu, L.et Y. Wang. 2008. « Auditing quality and the cost of equity capital». Wireless Communication, Networking and Mobile Computing 4th international conference, 5p.On IEEE Xplore.